

RBC Gestion mondiale d'actifs

Regard sur les placements mondiaux

Comité des stratégies de placement RBC GMA



AUTOMNE 2023



Comité des stratégies de placement RBC GMA



Le Comité des stratégies de placement RBC GMA regroupe des spécialistes des placements chevronnés représentant tous les secteurs de RBC GMA. Le Comité reçoit régulièrement des données sur l'économie et les marchés des capitaux de la part de sources internes et externes. Il s'appuie sur l'opinion de ses conseillers en actions des différentes régions (Amérique du Nord, Europe, Asie, marchés émergents) et sur celle du Sous-comité des titres mondiaux à revenu fixe et devises. À partir de ces recommandations, le Comité établit des prévisions de placement mondiales détaillées pour l'année qui suit.

Les prévisions du Comité comprennent une évaluation des conditions monétaires et budgétaires globales, de la croissance économique et du taux d'inflation prévus ainsi que de l'évolution prévue des taux d'intérêt, des principales devises, des bénéfices des sociétés et du cours des actions.

L'ensemble de ces prévisions permet au Comité des stratégies de placement RBC GMA de formuler des recommandations particulières qui sont utilisées pour gérer les portefeuilles.

Ces recommandations comprennent :



La répartition recommandée d'espèces, de titres à revenu fixe et d'actions dans le portefeuille.



Le niveau de risque global recommandé des portefeuilles de titres à revenu fixe et d'actions.



La structure d'échéance optimale pour les placements à revenu fixe.



La répartition suggérée par secteurs et zones géographiques au sein des portefeuilles d'actions.



Le niveau d'exposition aux principales devises qu'il est préférable d'avoir.

Les résultats des délibérations du Comité sont publiés trimestriellement dans *Regard sur les placements mondiaux*.

Table des matières

2 Sommaire

Regard sur les placements mondiaux

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

Daniel E. Chornous, CFA – Chef des placements, RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

6 Prévisions économiques et des marchés financiers

Comité des stratégies de placement RBC GMA

7 Répartition de l'actif recommandée

Comité des stratégies de placement RBC GMA

12 Rendement des marchés financiers

Milos Vukovic, MBA, CFA – V.-p. et chef, Politique de placement, RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

Aaron Ma, CFA – Premier analyste, Stratégie de placement, RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

16 Perspectives économiques

Où est la récession ?

Eric Lascelles – Économiste en chef, RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

31 Perspectives des marchés

Un marché à deux vitesses

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

Daniel E. Chornous, CFA – Chef des placements, RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

49 Marchés mondiaux des titres à revenu fixe

Soo Boo Cheah, MBA, CFA – Premier gestionnaire de portefeuille, RBC Global Asset Management (UK) Limited

Joanne Lee, MFin, CFA – Première gestionnaire de portefeuille, RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

Taylor Self, MBA – Gestionnaire de portefeuille, RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

58 Marchés des changes

Détour du dollar : de quelle façon les facteurs à court terme ont interrompu le déclin cyclique

Dagmara Fijalkowski, MBA, CFA – Chef, Titres mondiaux à revenu fixe et devises, RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

Daniel Mitchell, CFA – V.p. et premier gestionnaire de portefeuille, RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

Perspectives régionales

70 États-Unis

Brad Willock, CFA – V.-p. et premier gestionnaire de portefeuille, RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

73 Canada

Sarah Neilson, CFA – V.-p. et première gestionnaire de portefeuille, RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

Irene Fernando, CFA – V.-p. et première gestionnaire de portefeuille, RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

76 Europe

Elma de Kuiper – Gestionnaire de portefeuille, RBC Global Asset Management (UK) Limited

79 Asie

Chris Lai – Gestionnaire de portefeuille, RBC Global Asset Management (Asia) Limited

82 Marchés émergents

Ashna Yarashi-Shah – Gestionnaire de portefeuille, RBC Global Asset Management (UK) Limited

85 Comité des stratégies de placement RBC GMA

Sommaire



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



Daniel E. Chornous, CFA
Chef des placements
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

L'économie mondiale ralentit, car la hausse des coûts d'emprunt et le resserrement des conditions financières pèsent sur l'activité. À ce stade avancé du cycle économique, les taux d'intérêt à court terme approchent probablement de leur sommet, les obligations sont plus attrayantes qu'elles ne l'ont été depuis longtemps et les marchés boursiers sont susceptibles de subir une correction en cas de récession.

Les économies se dirigent vraisemblablement vers une récession

L'économie a fait preuve de résilience jusqu'à présent cette année, mais le cycle de resserrement monétaire le plus énergique depuis les années 1970 commence à se faire sentir. La hausse des taux d'intérêt a fait grimper les coûts d'emprunt et diminuer l'appétit pour le risque, et est apparue comme la cause première des tensions dans le système bancaire. De plus, la confiance des entreprises s'effrite, le commerce mondial commence à régresser et les consommateurs recourent de plus en plus au crédit pour couvrir leurs dépenses. La résolution du plafond de la dette des États-Unis, qui s'accompagne d'un engagement à réduire les dépenses publiques au cours des deux prochaines années, freinera encore davantage la croissance. Dans l'ensemble, nous prévoyons que les économies des pays développés tomberont en récession

au cours des prochains trimestres. Notre évaluation de la probabilité d'une contraction a augmenté à 80 %, par rapport à 70 % au dernier trimestre, en raison de l'impact du resserrement du crédit dans le sillage de la crise bancaire de courte durée survenue plus tôt cette année. Cela dit, nous nous attendons à ce qu'une éventuelle récession soit légère ou modérée ainsi que relativement courte, ne durant que deux ou trois trimestres. Nous avons revu légèrement à la hausse nos prévisions de croissance par rapport au trimestre précédent, mais elles demeurent inférieures aux prévisions générales. Une légère récession pourrait avoir des effets positifs, car elle aiderait à freiner l'inflation, inciterait les banques centrales à réduire les taux d'intérêt et ouvrirait la voie à la prochaine expansion économique durable.

L'inflation, en baisse par rapport aux sommets de l'an dernier, évolue dans la bonne direction

Les quatre principaux facteurs qui ont fait grimper l'inflation à son plus haut niveau en quatre décennies font marche arrière. Les prix des marchandises sont descendus bien en deçà de leurs sommets précédents, les problèmes de chaîne logistique se sont pour la plupart atténués, la politique monétaire est devenue restrictive et la politique budgétaire commence à avoir une incidence négative. D'autres indicateurs signalent également que les pressions inflationnistes s'estompent. Les prix à la production sont à la baisse en Chine, les entreprises ont réduit leurs projets d'augmentation des salaires et la part des produits faisant l'objet de hausses de prix rapides a diminué. Il reste toutefois encore du chemin à parcourir avant que l'inflation

ne revienne aux niveaux visés par les banques centrales. En Amérique du Nord, le retour de l'inflation à 3 % devrait s'effectuer au cours des prochains mois, mais l'atteinte de la cible de 2 % pourrait prendre beaucoup plus de temps. Le principal obstacle à la poursuite d'un recul important de l'inflation à court terme est l'inflation du secteur des services, qui demeure élevée en raison de la vigueur du marché du travail. Une récession sera vraisemblablement nécessaire pour modérer les pressions sur les prix dans ce secteur. Dans l'ensemble, nous prévoyons que l'inflation pourra continuer de chuter et nos attentes d'inflation sont inférieures aux prévisions générales.

Le dollar américain marque une pause dans le cadre d'un repli à long terme

Le dollar américain est resté dans une fourchette étroite de l'ordre de 4 % au cours des cinq premiers mois de 2023, ce qui, selon nous, se révélera une pause dans la liquidation à long terme de la devise. Les récentes faillites de banques régionales aux États-Unis et les tendances monétaires et budgétaires renforcent notre opinion selon laquelle le dollar s'affaiblira. Toutefois, cette perspective a été

remise en cause, car l'économie américaine a continué de mieux résister que ses pairs à l'échelle mondiale. Nous maintenons notre prévision d'un déclin du billet vert au cours de la prochaine année et croyons que ce repli sera plus marqué que nous ne l'avions prévu au dernier trimestre.

La fin des hausses de taux des banques centrales est en vue

Un resserrement monétaire musclé a déjà été appliqué et les taux directeurs sont maintenant restrictifs dans la plupart des grandes économies développées. Par conséquent, la poursuite d'un relèvement énergique des taux est de moins en moins justifiée et, bien que les taux pourraient encore augmenter légèrement, nous nous rapprochons probablement de la fin du présent cycle de resserrement. Les risques à court terme liés à cette hypothèse penchent vers une hausse des taux par les banques centrales un peu plus importante que prévu dans l'éventualité où l'inflation ne fléchirait pas et que les économies éviteraient la récession. Toutefois, à notre

avis, la nécessité d'un relèvement des taux continuera de diminuer et plusieurs banques centrales devraient être en mesure d'abaisser les taux, au besoin, au cours de l'année à venir, à mesure que les économies s'affaibliront et que l'inflation ralentira. Nous ne croyons pas que les taux d'intérêt reviendront aux creux historiques de 2020, ni même à la moyenne enregistrée depuis la fin de la crise financière, mais nous pensons qu'ils seront limités dans les années à venir par la combinaison d'un endettement élevé, du vieillissement de la population et d'une croissance économique structurellement lente.

Les obligations offrent un potentiel de rendement intéressant ; le risque d'évaluation est minime

Il semble que l'augmentation constante des taux obligataires observée l'an dernier ait ralenti et que les investisseurs se soient habitués à un contexte de taux d'intérêt supérieurs. Lorsque l'inflation a explosé, les investisseurs ont intégré une prime d'inflation plus élevée dans les obligations, et nos modèles indiquent que l'inverse sera vrai à mesure que l'inflation se modérera. L'autre composante de notre modèle des titres à revenu fixe est le taux d'intérêt réel, ou après inflation, qui remonte graduellement après avoir été négatif. À long terme, nous prévoyons toujours que les taux d'intérêt réels s'élèveront

légèrement au-dessus de zéro, car les épargnants devront ultimement être récompensés pour leur épargne plutôt que pour leurs dépenses. Cependant, toute hausse des taux réels sera probablement négligeable à court terme comparativement à la forte baisse prévue de la prime d'inflation. Nous prévoyons donc que le taux des obligations du Trésor à 10 ans reculera à 3,25 % au cours de la prochaine année, ce qui se traduirait par un rendement global de près de 7 % moyennant un risque d'évaluation minime. De plus, divers signaux techniques sont favorables aux prix des obligations.

La reprise des actions est menée par une poignée de sociétés ; le potentiel de hausse est limité

Le rebond du marché boursier à la fin de 2022 et au début de 2023 a été galvanisé par l'atténuation des préoccupations des investisseurs concernant l'inflation et la durabilité de la croissance économique. La reprise a d'abord été généralisée dans l'ensemble des régions, mais ces derniers mois, les rendements ont été attribuables surtout à une poignée de sociétés américaines à mégacapitalisation du secteur technologique. Hormis le marché américain des grandes capitalisations, qui a été dopé par l'enthousiasme entourant l'intelligence artificielle, la plupart des principaux indices ont stagné ou diminué pendant le trimestre. En fait, même au sein de l'indice S&P 500, les rendements sous-jacents ont été sans éclat. Au 31 mai 2023, l'indice S&P 500 avait gagné 8,9 % en cinq mois, alors que sa version équipondérée, qui neutralise l'incidence des grandes sociétés technologiques, avait perdu 1,4 % au cours de cette période. Nous préférierions constater que la progression de l'indice

boursier s'accompagne d'un accroissement de l'ampleur pour confirmer la présence d'un marché haussier solide et durable.

La principale menace qui pèse sur le marché boursier est maintenant la durabilité des bénéfices des sociétés, qui ont éprouvé des difficultés et qui seront vulnérables si l'économie tombe en récession. La croissance des bénéfices des sociétés du S&P 500 est actuellement au point mort, car la hausse des coûts pèse sur les marges bénéficiaires. Par ailleurs, les bénéfices sont supérieurs à leur tendance à long terme et nous n'avons jamais vu une contraction de l'économie qui n'ait pas contraint les bénéfices à revenir au moins à leur tendance à long terme. Dans un scénario de ralentissement, les bénéfices du S&P 500 pourraient chuter de 15 % par rapport à leur sommet, ce qui limiterait le potentiel de hausse des actions.

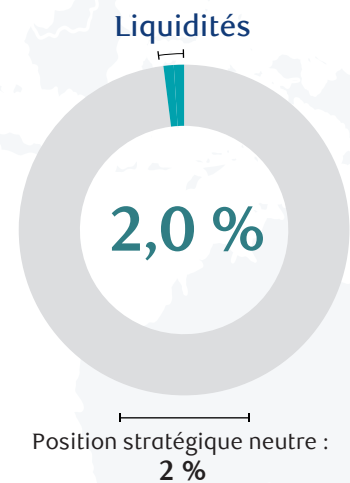
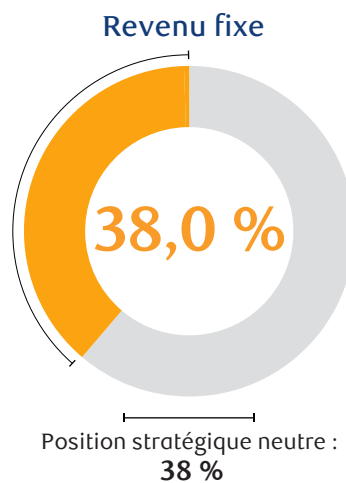
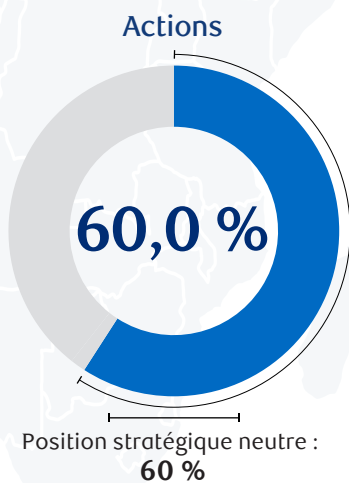
Composition de l'actif – neutraliser la pondération tactique

Notre composition de l'actif vise à établir un équilibre entre les risques et les occasions dans une diversité de scénarios pour l'économie et les marchés financiers. À long terme, nous avons tendance à privilégier légèrement les actions pour profiter de la prime de risque par rapport aux obligations. Toutefois, puisque cette prime est actuellement faible et que notre scénario de base table sur une entrée en récession de l'économie au cours de la prochaine année, nous sommes peu enclins à surpondérer les actions pour le moment. Nous avons donc mis fin à notre surpondération en actions en réduisant notre pondération de 100 points de base au cours du trimestre, et avons investi la moitié du produit dans les titres à revenu fixe et l'autre moitié dans les liquidités. Nos pondérations en actions, en obligations et en liquidités correspondent maintenant à nos niveaux stratégiques neutres. Malgré l'absence désormais d'une

prise de risque tactique au sein de notre composition de l'actif, nous ne pouvons ignorer le fait que l'économie n'a pas encore trébuché et qu'il existe des scénarios d'atterrissage en douceur. Avant de relever la pondération en actions, nous attendons que les conditions financières s'assouplissent, que les indicateurs économiques avancés s'améliorent et que l'ampleur du marché des actions augmente, particulièrement aux États-Unis. 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. La répartition de l'actif des fonds ou des portefeuilles de clients peut différer en fonction des politiques de placement individuelles.

Composition d'actifs recommandée

Comité des stratégies de placement RBC GMA



Nota : Au 31 mai 2023. Source : RBC GMA

Prévisions économiques et des marchés financiers

Prévisions économiques (Comité des stratégies de placement RBC GMA)

	États-Unis		Canada		Europe		Royaume-Uni		Japon		Chine		Marchés émergents*	
	Automne 2023	Variation p.r. prév. été 2023	Automne 2023	Variation p.r. prév. été 2023	Automne 2023	Variation p.r. prév. été 2023	Automne 2023	Variation p.r. prév. été 2023	Automne 2023	Variation p.r. prév. été 2023	Automne 2023	Variation p.r. prév. été 2023	Automne 2023	Variation p.r. prév. été 2023
PIB réel														
2022R	2,06 %		3,44 %		3,41 %		4,10 %		1,01 %		3,17 %		3,49 %	
2023E	1,90 %	0,90	1,30 %	0,70	0,50 %	0,40	0,30 %	0,50	2,00 %	1,40	4,90 %	(0,90)	4,70 %	0,60
2024E	0,30 %	(0,30)	0,20 %	(0,50)	0,20 %	(0,50)	0,20 %	(0,40)	0,70 %	(0,40)	4,40 %	0,10	4,00 %	(0,20)
IPC														
2022R	8,00 %		6,80 %		8,38 %		9,07 %		2,50 %		1,87 %		4,86 %	
2023E	4,00 %	0,10	3,70 %	0,50	5,40 %	(0,20)	7,40 %	1,20	3,10 %	0,60	0,50 %	(0,20)	2,80 %	(2,60)
2024E	2,20 %	(0,20)	2,30 %	0,10	2,10 %	(0,40)	2,40 %	N/C	1,50 %	0,10	1,60 %	(0,50)	3,10 %	(2,50)

R = Réel E = Estimation * Moyenne pondérée du PIB de la Chine, de l'Inde, de la Corée du Sud, du Brésil, du Mexique et de la Russie.

Cibles (Comité des stratégies de placement RBC GMA)

	Août 2023	Prévisions Août 2024	Variation p.r. prév. été 2023	Estimation rendement total sur un an* (%)
Marchés des devises c. USD				
CAD (USD-CAD)	1,35	1,24	(0,02)	9,0
EUR (EUR-USD)	1,08	1,21	0,01	10,0
JPY (USD-JPY)	145,54	120,00	4,00	15,0
GBP (GBP-USD)	1,27	1,33	0,03	4,1
Marchés des titres à revenu fixe				
É.-U. – Taux des fonds fédéraux	5,50	4,50	(0,25)	0,0
É.-U. – Taux de l'obligation à 10 ans	4,11	3,50	0,25	9,2
Canada – Taux de financement à un jour	5,00	4,25	0,25	0,0
Canada – Taux de l'obligation à 10 ans	3,56	3,00	0,25	8,4
Zone euro – Taux des facilités de dépôt	3,75	3,25	(0,25)	0,0
Allemagne – Taux de l'obligation à 10 ans	2,47	2,60	0,35	1,3
Royaume-Uni – Taux de base	5,25	5,25	0,50	0,0
Royaume-Uni – Taux de l'obligation à 10 ans	4,36	4,25	0,50	5,3
Japon – Taux de financement à un jour	(0,06)	0,10	0,10	0,0
Japon – Taux de l'obligation à 10 ans	0,65	0,75	N/C	(0,3)
Marchés des actions				
S&P 500	4 508	4 400	275	(0,8)
S&P/TSX composé	20 293	20 700	700	5,6
MSCI Europe	154	154	(6)	3,7
FTSE 100	7 439	7 500	(200)	5,0
Nikkei	32 619	33 100	600	3,4
MSCI Marchés émergents	980	1000	(10)	5,0

* Les rendements globaux sont exprimés en devises locales, sauf ceux de l'indice MSCI Marchés émergents, qui sont présentés en dollars américains.
Source : RBC GMA

Répartition de l'actif recommandée

La répartition de l'actif – soit la distribution des actions, des obligations et des liquidités dans le portefeuille – devrait reposer sur des éléments à la fois stratégiques et tactiques. La répartition stratégique de l'actif détermine l'agencement des principales catégories d'actif qui offre le meilleur rapport risque-rendement pour un profil d'investisseur donné. Elle est comme le plan d'investissement repère qui guidera le portefeuille au fil des différents cycles de l'économie et des placements, indépendamment du scénario à court terme envisagé pour l'économie et les marchés des capitaux. La répartition tactique de l'actif correspond au réglage de précision des paramètres stratégiques dans le but d'ajouter de la valeur en profitant des fluctuations à court terme des marchés.

Comme chacun a des attentes de rendement et une tolérance à la volatilité qui lui sont propres, il n'y a pas de répartition stratégique de l'actif « universelle ». À partir d'une étude portant sur 40 ans de rendements¹ historiques et de volatilité² des rendements (la fourchette qui englobe le rendement moyen et la plupart des résultats à court terme), nous avons créé cinq profils généraux et attribué à chacun une répartition stratégique repère de l'actif. Ces profils vont de Prudence élevée à Croissance dynamique, en passant par Équilibré. Il va sans dire que plus les investisseurs acceptent un niveau de volatilité élevé, et donc un risque plus grand d'obtenir des rendements qui diffèrent de la moyenne à long terme, plus le potentiel de rendement sera élevé. Les cinq profils présentés ci-dessous pourront aider les investisseurs à choisir la répartition stratégique de l'actif qui répond le mieux à leurs objectifs de placement.

Chaque trimestre, le Comité des stratégies de placement RBC GMA publie une répartition de l'actif recommandée

fondée sur notre opinion actuelle de l'économie et sur les prévisions de rendement des grandes catégories d'actif. Ces pondérations sont ensuite divisées en proportions recommandées pour les divers marchés mondiaux de titres à revenu fixe et d'actions. Nos recommandations sont établies en fonction du profil Équilibré, où les paramètres repères sont : 60 % d'actions, 38 % de titres à revenu fixe et 2 % de liquidités.

Une fourchette tactique de +/- 15 % autour de la position repère nous permet de hausser ou de diminuer la pondération de catégories d'actif précises pour que les portefeuilles puissent profiter des marchés qui offrent des perspectives à court terme relativement attrayantes.

Cette recommandation tactique à l'égard du profil Équilibré peut servir à guider les modifications apportées aux fourchettes des autres profils.

La valeur ajoutée des stratégies tactiques dépend, bien sûr, de la mesure dans laquelle les scénarios se réalisent.

Essentiels à la réussite d'un plan d'investissement, les examens réguliers des pondérations du portefeuille assurent la concordance des pondérations actuelles avec les niveaux de rendement à long terme et la tolérance au risque qui conviennent le mieux aux investisseurs particuliers.

L'arrimage des portefeuilles à une répartition stratégique de l'actif appropriée et l'imposition de limites aux fourchettes de positionnement tactique permises imposent une discipline pouvant limiter les dommages causés par les réactions émotionnelles qui accompagnent inévitablement les hausses et les baisses des marchés.

¹ Rendement moyen : Le rendement global moyen offert par la catégorie d'actif pour la période de 1983 à 2023, d'après les résultats mensuels.

² Volatilité : L'écart type des rendements. L'écart type est une mesure statistique qui définit la fourchette autour du rendement moyen et à l'intérieur de laquelle les deux tiers des résultats se retrouvent, d'après une distribution normale autour de la moyenne à long terme.

Répartition de l'actif mondiale

	Politique de référence	Fourchette permise	Automne 2022	Nouvel An 2023	Printemps 2023	Été 2023	Automne 2023
Liquidités	2,0 %	0,0 % – 15,0 %	1,0 %	1,0 %	1,5 %	2,0 %	2,0 %
Obligations	38,0 %	23,0 % – 53,0 %	37,5 %	37,0 %	37,5 %	38,0 %	38,0 %
Actions	60,0 %	45,0 % – 75,0 %	61,5 %	62,0 %	61,0 %	60,0 %	60,0 %

Nota : Le 1^{er} juin 2020, nous avons rajusté nos positions stratégiques neutres afin de tenir compte des changements durables de l'économie et de la dynamique des marchés des capitaux, en augmentant la pondération stratégique neutre des actions de 5 % et en abaissant d'autant celle des titres à revenu fixe dans le portefeuille équilibré de référence.

Répartition régionale

Obligations mondiales	IMOG* Août 2023	Fourchette permise	Automne 2022	Nouvel An 2023	Printemps 2023	Été 2023	Automne 2023
Amérique du Nord	45,2 %	35,2 % – 55,2 %	45,2 %	51,8 %	49,0 %	42,7 %	40,3 %
Europe	34,8 %	24,8 % – 44,8 %	40,2 %	30,7 %	31,2 %	37,1 %	39,8 %
Asie	20,0 %	10,0 % – 30,0 %	14,6 %	17,6 %	19,8 %	20,3 %	20,0 %

Actions mondiales	MSCI** Août 2023	Fourchette permise	Automne 2022	Nouvel An 2023	Printemps 2023	Été 2023	Automne 2023
Amérique du Nord	69,8 %	59,8 % – 79,8 %	70,0 %	71,0 %	68,0 %	67,7 %	69,3 %
Europe	14,5 %	4,5 % – 24,5 %	14,0 %	13,6 %	15,5 %	15,8 %	14,5 %
Asie	7,4 %	0,0 % – 17,4 %	8,1 %	7,4 %	8,2 %	8,4 %	8,2 %
Marchés émergents	8,3 %	0,0 % – 18,3 %	7,9 %	8,1 %	8,4 %	8,1 %	8,1 %

Notre répartition de l'actif est indiquée en date de la fin de chaque trimestre. La composition fluctue et peut être modifiée pendant chaque trimestre. Toutefois, nous ne faisons pas toujours état des modifications au moment où elles se produisent. Les pondérations figurant dans le tableau se veulent un instantané de notre répartition de l'actif à la date de publication de Regard sur les placements mondiaux.

Actions mondiales – répartition sectorielle

	MSCI** Août 2023	CSP RBC GMA été 2023	CSP RBC GMA automne 2023	Variation depuis été 2023	Pondération c. référence
Énergie	4,62 %	5,09 %	5,12 %	0,03	110,8 %
Matières	4,17 %	4,33 %	5,17 %	0,85	124,0 %
Produits industriels	10,97 %	10,54 %	12,97 %	2,43	118,2 %
Consommation discrétionnaire	11,02 %	10,64 %	11,02 %	0,38	100,0 %
Consommation de base	7,33 %	8,78 %	7,33 %	(1,45)	100,0 %
Soins de santé	12,58 %	15,59 %	12,58 %	(3,01)	100,0 %
Services financiers	14,88 %	12,19 %	13,58 %	1,39	91,3 %
Technologies de l'information	22,09 %	23,02 %	23,89 %	0,86	108,1 %
Services de communications	7,21 %	7,01 %	7,21 %	0,20	100,0 %
Services publics	2,74 %	1,31 %	0,74 %	(0,57)	27,0 %
Immobilier	2,40 %	1,50 %	0,40 %	(1,10)	16,7 %

* Indice mondial d'obligations gouvernementales FTSE. ** Indice MSCI Monde. Source : Comité des stratégies de placement RBC GMA

À RBC GMA, nous avons une équipe qui se consacre entièrement à la détermination et à la revue de la composition stratégique de l'actif de toutes nos solutions d'actifs multiples. Dans une perspective de régularité des rendements, de gestion des risques et de préservation du capital, nous avons élaboré un cadre de répartition stratégique de l'actif pour cinq grands profils de risque caractérisés par des objectifs de placement généraux et des préférences en matière de risque. Ces cinq profils vont de Prudence élevée à Croissance dynamique, en passant par Équilibré.

Prudence élevée

Catégorie d'actif	Repère	Fourchette	Dernier trimestre	Recomm. actuelle
Liquidités ou équivalents	2 %	0-15 %	2,0 %	2,0 %
Revenu fixe	73 %	68-88 %	73,0 %	73,0 %
Total – liquidités et revenu fixe	75 %	60-90 %	75,0 %	75,0 %
Actions canadiennes	10 %	0-20 %	9,9 %	9,9 %
Actions américaines	8 %	0-18 %	7,9 %	7,9 %
Actions internationales	7 %	0-17 %	7,2 %	7,2 %
Marchés émergents	0 %	0 %	0,0 %	0,0 %
Total – actions	25 %	10-40 %	25,0 %	25,0 %
		Rendement	Volatilité	
Moyenne sur 40 ans		7,5 %	4,8 %	
Moyenne des 12 derniers mois		4,3 %	6,8 %	

Les investisseurs **très prudents** cherchent à obtenir un revenu, avec une protection maximale et la possibilité d'une croissance modérée du capital. Ils acceptent de faibles variations de la valeur de leurs placements. Ce portefeuille investit principalement dans les titres à revenu fixe et dans un faible nombre d'actions pour dégager un revenu tout en offrant une certaine protection contre l'inflation. Les investisseurs qui présentent ce profil prévoient habituellement conserver leurs placements de moyen à long terme.

Prudence

Catégorie d'actif	Repère	Four- chette	Dernier trimestre	Recomm. actuelle
Liquidités ou équivalents	2 %	0-15 %	2,0 %	2,0 %
Revenu fixe	58 %	43-83 %	58,0 %	58,0 %
Total – liquidités et revenu fixe	60 %	45-75 %	60,0 %	60,0 %
Actions canadiennes	13 %	3-23 %	12,9 %	12,9 %
Actions américaines	15 %	5-25 %	14,9 %	14,9 %
Actions internationales	12 %	2-22 %	12,2 %	12,2 %
Marchés émergents	0 %	0 %	0,0 %	0,0 %
Total – actions	40 %	25-55 %	40,0 %	40,0 %
		Rendement	Volatilité	
Moyenne sur 40 ans		8,0 %	6,1 %	
Moyenne des 12 derniers mois		6,7 %	7,7 %	

Les investisseurs **prudents** cherchent à obtenir un revenu modeste, avec une croissance modeste et une protection raisonnable du capital. Ils acceptent de modestes variations de la valeur de leurs placements. Ce portefeuille investit principalement dans des titres à revenu fixe et dans quelques actions pour dégager un rendement plus constant et fournir un niveau raisonnable de sécurité. Le profil convient aux investisseurs qui prévoient détenir leurs placements de moyen à long terme.

Équilibré

Catégorie d'actif	Repère	Four- chette	Dernier trimestre	Recomm. actuelle
Liquidités ou équivalents	2 %	0-15 %	2,0 %	2,0 %
Revenu fixe	38 %	23-53 %	38,0 %	38,0 %
Total – liquidités et revenu fixe	40 %	25-55 %	40,0 %	40,0 %
Actions canadiennes	15 %	5-25 %	14,8 %	14,8 %
Actions américaines	25 %	15-35 %	24,8 %	24,8 %
Actions internationales	15 %	5-25 %	15,5 %	15,5 %
Marchés émergents	5 %	0-15 %	4,9 %	4,9 %
Total – actions	60 %	45-75 %	60,0 %	60,0 %
		Rendement	Volatilité	
Moyenne sur 40 ans		8,4 %	7,7 %	
Moyenne des 12 derniers mois		9,5 %	9,1 %	

Le portefeuille **Équilibré** convient aux investisseurs qui recherchent un équilibre entre la croissance du capital à long terme et la préservation du capital, et qui cherchent accessoirement à obtenir un modeste revenu. Ils doivent être prêts à accepter de modestes variations de la valeur de leurs placements. Plus de la moitié du portefeuille est habituellement consacrée à une combinaison d'actions canadiennes, américaines et internationales. Ce profil convient aux investisseurs qui prévoient conserver leurs placements de moyen à long terme.

Croissance

Catégorie d'actif	Repère	Four- chette	Dernier trimestre	Recomm. actuelle
Liquidités ou équivalents	2 %	0-15 %	2,0 %	2,0 %
Revenu fixe	23 %	8-38 %	23,0 %	23,0 %
Total – liquidités et revenu fixe	25 %	10-40 %	25,0 %	25,0 %
Actions canadiennes	18 %	8-28 %	17,8 %	17,8 %
Actions américaines	30 %	20-40 %	29,8 %	29,8 %
Actions internationales	19 %	9-29 %	19,6 %	19,6 %
Marchés émergents	8 %	0-18 %	7,8 %	7,8 %
Total – actions	75 %	60-90 %	75,0 %	75,0 %
		Rendement	Volatilité	
Moyenne sur 40 ans		8,6 %	9,5 %	
Moyenne des 12 derniers mois		11,6 %	10,4 %	

Les investisseurs du profil **Croissance** privilégient la croissance à long terme aux dépens de la préservation du capital et d'un revenu régulier. Ils peuvent accepter de fortes variations de la valeur de leurs placements. Ce portefeuille investit principalement dans une combinaison diversifiée d'actions canadiennes, américaines et internationales, et convient aux investisseurs qui prévoient investir à long terme.

Croissance dynamique

Catégorie d'actif	Repère	Four- chette	Dernier trimestre	Recomm. actuelle
Liquidités ou équivalents	2 %	0-15 %	2,0 %	2,0 %
Revenu fixe	0 %	0-15 %	0,0 %	0,0 %
Total – liquidités et revenu fixe	2 %	0-17 %	2,0 %	2,0 %
Actions canadiennes	29 %	19-39 %	28,8 %	28,8 %
Actions américaines	38 %	28-48 %	37,8 %	37,8 %
Actions internationales	20 %	10-30 %	20,7 %	20,7 %
Marchés émergents	11 %	1-21 %	10,7 %	10,7 %
Total – actions	98 %	83-100 %	98,0 %	98,0 %
		Rendement	Volatilité	
Moyenne sur 40 ans		8,9 %	12,0 %	
Moyenne des 12 derniers mois		14,3 %	12,3 %	

Les investisseurs du profil **Croissance dynamique** recherchent une croissance à long terme optimale plutôt que la préservation du capital et un revenu régulier. Ils peuvent accepter de très fortes variations de la valeur de leurs placements. Le portefeuille est presque entièrement investi dans les actions et met l'accent sur les actions mondiales. Ce profil de placement ne convient qu'aux investisseurs qui ont une très grande tolérance au risque et qui prévoient conserver leurs placements à long terme.



Rendement des marchés financiers



Milos Vukovic, MBA, CFA

Vice-président et chef,
Politique de placement
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.



Aaron Ma, MBA, CFA

Premier analyste, Stratégie de placement
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

Au cours du trimestre clos le 31 août 2023, le dollar américain a reculé par rapport à la livre sterling, à l'euro et au dollar canadien, mais il s'est apprécié face au yen. Le billet vert, surévalué, a été affaibli par la vulnérabilité du secteur bancaire, les abaissements de cote de solvabilité, et le double déficit croissant du pays. Il a reculé de 1,8 % par rapport à la livre sterling, de 1,4 % par rapport à l'euro et de 0,5 % par rapport au huard. La livre sterling et l'euro ont été soutenus par la position plus ferme des banques centrales du Royaume-Uni et de l'Europe, qui n'ont pas encore terminé de relever les taux pour juguler l'inflation rapide. Le dollar canadien a quant à lui été soutenu par la hausse des prix du pétrole et l'amélioration des données économiques aux États-Unis. Le yen a été l'exception notable, puisque le dollar américain a gagné 4,4 % par rapport à la devise du Japon. L'avantage des taux d'intérêt américains est demeuré important, la Banque du Japon (BdJ) ayant maintenu sa politique qui a été mise en place il y a sept ans et qui a permis aux taux de rester près de zéro. Sur un an, le dollar américain a gagné 4,7 % par rapport au yen et 2,9 % par rapport au huard, mais a reculé de 8,3 % par rapport à la livre sterling et de 7,3 % par rapport à l'euro.

Les principaux marchés de titres à revenu fixe ont enregistré des pertes en dollars américains au dernier trimestre, les taux obligataires ayant augmenté dans l'ensemble des grandes régions. Pendant la période, les banques centrales sont

restées déterminées à ramener l'inflation à leurs taux cibles, l'activité économique s'est révélée résiliente, la BdJ a assoupli son plafond pour les taux d'intérêt, la cote de solvabilité des États-Unis a été abaissée par Fitch, et le Trésor américain a annoncé qu'il allait émettre plus de titres de créance. Par conséquent, le taux de l'obligation du Trésor américain à 10 ans a grimpé à 4,33 % au cours du trimestre, son niveau le plus élevé depuis la crise financière mondiale de 2008-2009. C'est l'indice FTSE World Government Bond (WGBI) qui a inscrit le meilleur rendement relatif (-0,5 %), suivi des indices des obligations américaines Barclays Capital Aggregate Bond et FTSE US Government Bond (-1,1 %). Les indices FTSE Japanese Government Bond et FTSE European Government Bond ont quant à eux subi les pires baisses (-7,2 % et -7,0 %). Sur 12 mois, tous les principaux indices de référence de titres à revenu fixe ont enregistré des pertes, sauf l'indice FTSE WGBI, qui a pour ainsi dire fait du surplace. Le déclin de 9,6 % de l'indice FTSE European Government Bond et le recul de 9,3 % de l'indice FTSE Japanese Government Bond ont été les pires en dollars américains.

Les marchés mondiaux d'actions ont poursuivi leur ascension durant le trimestre tandis que l'inflation ralentissait, que l'activité économique demeurait étonnamment vigoureuse, et que les banques centrales des marchés développés semblaient sur le point de mettre fin aux hausses de taux d'intérêt. Les rendements en dollars américains des grands

indices ont varié entre 3,1 % pour le MSCI UK et 8,3 % pour le S&P 500 ; ceux des indices de la plupart des principaux marchés étrangers ont oscillé entre 3 % et 5 %. Les actions européennes, qui avaient dégagé un rendement relativement supérieur à la fin de 2022 et au début de 2023, ont tiré de l'arrière au dernier trimestre en raison du ralentissement de l'activité économique sur le continent. L'économie allemande, en particulier, a subi une contraction pour le deuxième trimestre consécutif. De même, l'économie chinoise a fait du surplace, ce que l'on doit en partie à l'aggravation de la crise immobilière après que se soit estompé l'optimisme voulant que la levée des restrictions liées à la pandémie, l'an dernier, stimulerait la croissance du pays. Les « sept magnifiques », un groupe de sociétés technologiques à mégacapitalisation que l'on considère comme étant les chefs de file en intelligence artificielle, ont contribué au rendement supérieur du S&P 500, car elles représentent plus du quart de sa capitalisation boursière. Sur un an, en dollars américains, c'est l'indice MSCI Emerging Markets qui a obtenu le moins bon résultat, soit 1,3 %, tandis que l'indice MSCI Germany a eu le meilleur, c'est-à-dire 31,4 %.

Les actions de sociétés américaines de toutes tailles ont inscrit de solides rendements au dernier trimestre, l'indice S&P 400 (moyenne capitalisation) en tête, avec 10,4 %. L'indice de croissance Russell 3000, avec son gain de 9,3 %, a fait mieux que l'indice de valeur Russell 3000, qui a progressé quant à lui de 7,6 %. Tous les secteurs des actions mondiales ont affiché un gain au cours du trimestre, sauf un. L'énergie a mené le bal avec son rendement de 15,4 % en raison du redressement considérable des prix du pétrole, alors que le secteur des services publics a reculé de 1,4 % à cause de sa sensibilité aux taux d'intérêt plus élevés. Sur un an, le meilleur résultat est venu du secteur de la technologie de l'information (29,5 %), et le pire, de l'immobilier (-7,6 %).



Taux de change

Périodes terminées le 31 août 2023

	USD courant	3 mois (%)	Cumul ann. (%)	1 an (%)	3 ans (%)	5 ans (%)
USD-CAD	1,3512	(0,46)	(0,21)	2,88	1,18	0,70
USD-EUR	0,9222	(1,42)	(1,28)	(7,32)	3,24	1,37
USD-GBP	0,7894	(1,80)	(4,57)	(8,30)	1,81	0,46
USD-JPY	145,4950	4,43	10,86	4,73	11,16	5,54

Nota : Les changements ci-dessus sont présentés en dollars américains

Marchés canadiens des titres à revenu fixe

Périodes terminées le 31 août 2023

	USD					CAD		
	3 mois (%)	Cumul ann. (%)	1 an (%)	3 ans (%)	5 ans (%)	3 mois (%)	1 an (%)	3 ans (%)
<i>Marchés des titres à revenu fixe : rendement global</i>								
Indice des oblig. universelles FTSE Canada RG	(0,79)	1,40	(2,07)	(5,32)	(0,31)	(1,25)	0,76	(4,20)

Marchés américains des titres à revenu fixe

Périodes terminées le 31 août 2023

	USD					CAD		
	3 mois (%)	Cumul ann. (%)	1 an (%)	3 ans (%)	5 ans (%)	3 mois (%)	1 an (%)	3 ans (%)
<i>Marchés des titres à revenu fixe : rendement global</i>								
FTSE US RG	(1,05)	1,41	(1,24)	(4,47)	0,49	(1,51)	1,60	(3,34)
Ind. glob. RT obl. amér. BbgBarc ¹	(1,06)	1,37	(1,19)	(4,41)	0,49	(1,52)	1,65	(3,28)

Marchés mondiaux des titres à revenu fixe

Périodes terminées le 31 août 2023

	USD					CAD		
	3 mois (%)	Cumul ann. (%)	1 an (%)	3 ans (%)	5 ans (%)	3 mois (%)	1 an (%)	3 ans (%)
<i>Marchés des titres à revenu fixe : rendement global</i>								
FTSE IMOG RG	(0,48)	1,49	0,22	(6,58)	(1,37)	(0,94)	3,11	(5,48)
FTSE Europe RG	(7,03)	(9,06)	(9,64)	(13,60)	(5,91)	(7,46)	(10,28)	(13,61)
FTSE Japon RG	(7,23)	(9,49)	(9,34)	(12,60)	(6,48)	(7,66)	(10,08)	(12,64)

Marchés canadiens des actions

Périodes terminées le 31 août 2023

	USD					CAD		
	3 mois (%)	Cumul ann. (%)	1 an (%)	3 ans (%)	5 ans (%)	3 mois (%)	1 an (%)	3 ans (%)
<i>Marchés des actions : rendement global</i>								
S&P/TSX composé	5,05	7,16	5,45	9,07	7,06	4,57	8,49	10,36
S&P/TSX 60	4,75	6,65	4,95	9,23	7,42	4,26	7,97	10,52
S&P/TSX petites capitalisations	5,81	4,57	2,17	9,00	3,96	5,31	5,11	10,29

Marchés américains des actions

Périodes terminées le 31 août 2023

	USD					CAD		
	3 mois (%)	Cumul ann. (%)	1 an (%)	3 ans (%)	5 ans (%)	3 mois (%)	1 an (%)	3 ans (%)
<i>Marchés des actions : rendement global</i>								
S&P 500 RG	8,28	18,73	15,94	10,52	11,12	7,78	19,29	11,83
S&P 400 RG	10,38	10,06	10,71	12,83	6,97	9,86	13,84	14,15
S&P 600 RG	9,47	7,24	5,53	12,61	3,82	8,96	3,23	12,04
Indice de valeur Russell 3000 RG	7,59	5,83	8,21	11,71	6,83	7,09	11,27	13,02
Indice de croissance Russell 3000 RG	9,35	30,97	21,03	7,89	13,04	8,84	24,45	9,15
Indice NASDAQ composé RG	8,72	34,88	19,85	6,85	12,58	8,22	23,30	8,12

Nota : Tous les taux de rendement pour les périodes supérieures à 1 an sont annualisés. ¹Indice global de rendement total des obligations américaines Bloomberg Barclays. Source : RBC GMA

Marchés mondiaux des actions

Périodes terminées le 31 août 2023

	USD					CAD		
	3 mois (%)	Cumul ann. (%)	1 an (%)	3 ans (%)	5 ans (%)	3 mois (%)	1 an (%)	3 ans (%)
<i>Marchés des actions : rendement global</i>								
MSCI Monde RG*	6,99	16,11	15,60	8,41	8,33	6,49	19,43	9,78
MSCI EAEO RG*	3,80	10,87	17,92	6,05	4,14	3,31	21,82	7,39
MSCI Europe RG*	3,72	12,43	22,51	7,47	4,88	3,23	26,56	8,83
MSCI Pacifique RG*	3,89	8,12	10,49	3,61	2,86	3,41	14,15	4,92
MSCI R.-U. RG*	3,12	7,67	14,82	10,49	3,39	2,64	18,62	11,89
MSCI France RG*	4,70	16,21	29,83	11,41	6,25	4,21	34,13	12,82
MSCI Allemagne RG*	3,27	15,62	31,37	0,74	1,15	2,79	35,72	2,01
MSCI Japon RG*	4,64	13,59	15,30	3,88	3,11	4,15	19,11	5,19
MSCI Marchés émergents RG*	3,47	4,55	1,25	(1,39)	0,98	2,98	4,60	(0,14)

Secteurs d'actions mondiaux

Périodes terminées le 31 août 2023

	USD					CAD		
	3 mois (%)	Cumul ann. (%)	1 an (%)	3 ans (%)	5 ans (%)	3 mois (%)	1 an (%)	3 ans (%)
<i>Secteur : rendement global</i>								
Énergie RG*	15,37	4,11	12,78	32,46	5,57	14,83	16,51	34,13
Matières RG*	8,17	5,99	13,95	8,13	7,15	7,66	17,72	9,50
Produits industriels RG*	8,81	14,01	20,53	9,77	6,96	8,30	24,52	11,16
Consommation discrétionnaire RG*	10,27	28,53	14,08	4,21	8,46	9,75	17,85	5,53
Consommation de base RG*	1,61	2,21	5,27	4,45	6,06	1,14	8,75	5,77
Soins de santé RG*	3,71	1,30	10,09	6,54	8,21	3,23	13,74	7,89
Services financiers RG*	8,12	4,84	11,46	12,15	4,70	7,62	15,15	13,56
Technologies de l'information RG*	6,98	39,93	29,53	10,68	16,94	6,48	33,82	12,08
Services de communications RG*	7,48	35,45	19,97	2,23	7,83	6,98	23,94	3,52
Services publics RG*	(1,42)	(3,88)	(5,59)	3,04	5,27	(1,88)	(2,46)	4,34
Immobilier RG*	3,26	0,35	(7,63)	0,66	1,02	2,78	(4,58)	1,93

* Déduction faite des impôts. Nota : Tous les taux de rendement pour les périodes supérieures à 1 an sont annualisés. Sources : Bloomberg/MSCI



Perspectives économiques

Où est la récession ?



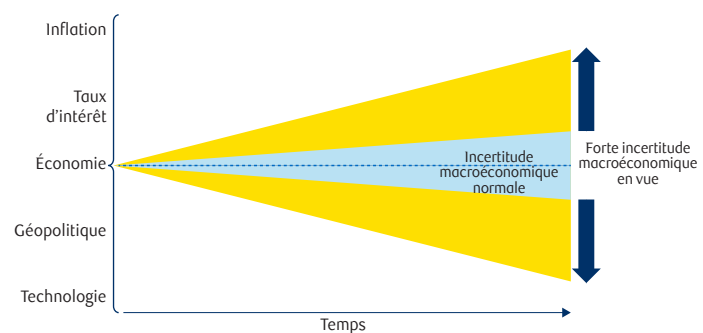
Eric Lascelles
 Économiste en chef
 RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

Nous demeurons dans une période d'incertitude élevée. Pas d'un niveau insensé comme en 2020, lorsqu'une pandémie a pris d'assaut le monde pour la première fois depuis un siècle, ni d'une ampleur aussi grande qu'en 2022, quand l'inflation a explosé sous l'effet d'une demande vigoureuse et de perturbations des chaînes logistiques. Mais même en l'absence de ces forces exceptionnelles, l'incertitude demeure forte aujourd'hui. Il y a plusieurs trajectoires possibles pour l'inflation, les taux d'intérêt, l'économie, la situation géopolitique et même le rythme des progrès technologiques (figure 1). Par conséquent, on ne peut, en toute conscience, donner de garantie quant à l'évolution future de ces variables macroéconomiques clés.

Cela dit, parmi plusieurs scénarios viables, celui d'une récession à court terme demeure le plus probable. La raison en est principalement que les hausses de taux ont été suffisamment importantes pour provoquer la contraction prévue. Les données historiques étayent aussi cet argument : plusieurs importants signaux annonciateurs d'une

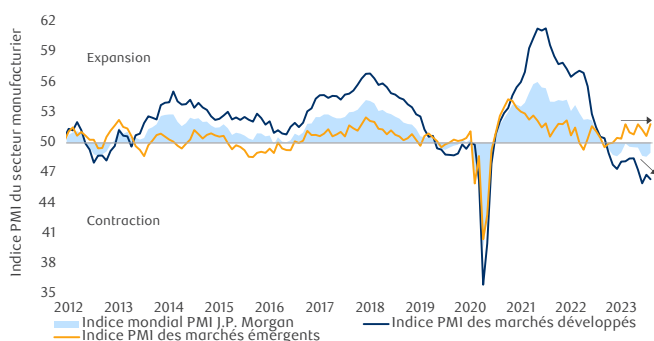
récession ont été observés. On constate aussi désormais que les tensions économiques se propagent. L'embauche ralentit, certains emprunteurs éprouvent des difficultés et les fabricants dans les pays développés font état d'une détérioration des conditions (figure 2).

Figure 1 : Incertitude inhabituellement forte sur le plan macroéconomique en ce moment



Nota : Au 2 juin 2023. Source : RBC GMA

Figure 2 : Le secteur manufacturier s'est replié dans les marchés développés



Nota : Données en août 2023. L'« indice PMI » désigne l'indice des directeurs d'achats de l'industrie manufacturière, qui mesure l'activité économique. Sources : Haver Analytics, RBC GMA

Dans ce contexte, nous maintenons une répartition de l'actif qui, bien que neutre en théorie, est en réalité nettement en deçà du degré de prise de risque habituel. Autrement dit, la pondération en actions recommandée est inférieure à la norme, tandis que la pondération en titres à revenu fixe est supérieure. Ce positionnement est motivé par la prime de risque plus faible que d'habitude offerte par le marché boursier, et par notre prévision d'une contre-performance des actions au cours de l'année à venir. La patience est de mise : contrairement à ce que croient beaucoup de gens, la récession et ses implications diverses ne sont pas vraiment en retard.

La croissance survit, pour l'instant

La plupart des économies ont poursuivi leur expansion au cours des trois premiers trimestres de 2023. L'un des principaux éléments pouvant expliquer cette résilience est le fait qu'un certain nombre de problèmes sérieux se sont révélés moins préoccupants durant les derniers trimestres.

Au premier chef, l'inflation est loin d'être aussi élevée qu'auparavant, ce qui atténue son effet corrosif direct sur la croissance. Un soutien précieux est offert par les prix du pétrole et du gaz naturel, qui sont beaucoup plus bas qu'ils ne l'étaient au début de la guerre en Ukraine.

Les problèmes des chaînes logistiques diminuaient déjà il y a un an, mais la situation est maintenant complètement rétablie dans de nombreux secteurs.

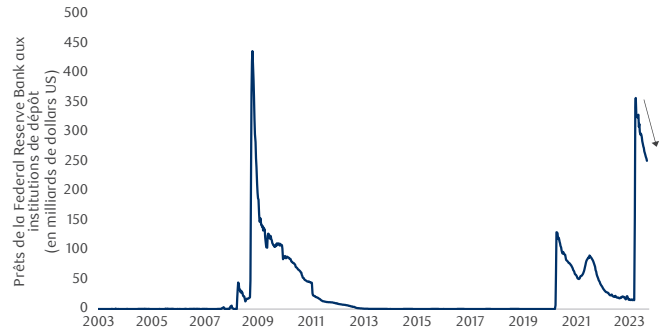
La Chine était considérablement confinée l'année dernière, ce qui n'est pas le cas actuellement.

Les tensions dans le système bancaire aux États-Unis se sont aussi relâchées depuis le printemps, sans toutefois être entièrement revenues à la normale (figure 3).

Le contexte budgétaire aux États-Unis s'est amélioré grâce à l'adoption plus importante que prévu d'initiatives gouvernementales déjà annoncées (figure 4). La construction d'installations de fabrication a été particulièrement vigoureuse, surtout dans le secteur de l'électronique (figure 5).

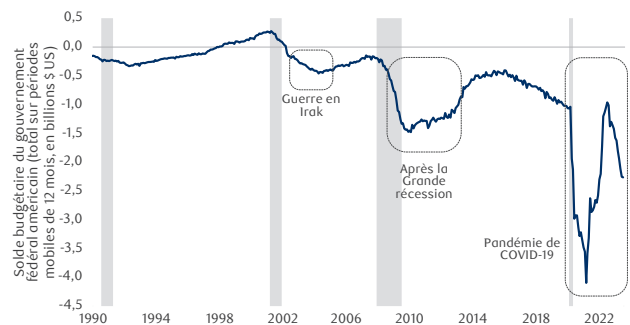
Le marché nord-américain du logement a aussi rebondi ce printemps après avoir connu des difficultés l'année précédente.

Figure 3 : Les prêts d'urgence accordés aux banques par la Fed commencent à diminuer



Nota : Données pour la semaine terminée le 30 août 2023. Sources : Federal Reserve Bank, Macrobond, RBC GMA

Figure 4 : Le déficit budgétaire des États-Unis s'accroît de nouveau



Nota : Données en juillet 2023. Sources : Macrobond, RBC GMA

Figure 5 : Les dépenses de construction dans le domaine manufacturier aux États-Unis ont monté en flèche grâce au soutien législatif



Nota : Données en juillet 2023. Les dépenses totales de construction dans le secteur manufacturier privé sont ajustées en fonction de l'indice des prix à la production pour la demande intermédiaire, les matériaux et les composants de la construction. La zone ombrée représente une récession. Sources : Census Bureau, BLS, Macrobond, RBC GMA

Enfin, le marché boursier et les actifs à risque ont été plus robustes, ce qui reflète ces développements, mais favorise également les dépenses de consommation grâce à un effet positif sur la richesse.

Il est donc juste de dire qu'à bien des égards, la situation macroéconomique est moins critique qu'elle ne l'était il y a un an.

Mais les difficultés l'emportent encore

Toutefois, quelques éléments majeurs n'ont pas évolué comme prévu ou constituent des obstacles notables, et sont au moins aussi importants que les nombreuses bonnes nouvelles.

En particulier, bien que la Chine ait rouvert son économie, celle-ci connaît de grandes difficultés. Comme ce pays génère normalement plus d'un quart de la croissance économique mondiale, cette faiblesse est problématique.

Mais surtout, les taux d'intérêt ont continué d'augmenter et sont maintenant très élevés au regard des standards du 21^e siècle, ce qui contrebalance largement la liste ci-dessus de tendances positives. Il s'agit là d'un obstacle économique majeur, qui s'est avéré suffisant dans le passé pour provoquer à lui seul une récession.

Non seulement de nombreuses banques centrales de pays développés ont procédé à un resserrement supplémentaire d'environ un demi-point de pourcentage par rapport à leurs plans du printemps dernier, mais les taux obligataires ont crû encore davantage pour d'autres raisons. La prime de terme a sensiblement augmenté en raison de divers facteurs : un resserrement quantitatif, la persistance de déficits budgétaires importants, une abondance d'émissions d'obligations aux États-Unis à la suite de l'épreuve de force sur le plafond de la dette, la décote de la dette des États-Unis, la hausse des taux des obligations japonaises (qui attirent des capitaux au détriment d'autres marchés de dette souveraine) et même les efforts de la Chine pour soutenir sa monnaie (consistant en la vente d'obligations étrangères à des fins d'achat d'actifs chinois). Les taux d'intérêt sont maintenant passés d'un niveau extrêmement bas à un niveau assez élevé, même si l'on examine la situation selon une perspective de plusieurs siècles (figure 6). Des taux d'intérêt

Figure 6 : Le taux des obligations du Trésor américain à 10 ans s'approche de la limite supérieure de la fourchette normale



Nota : Au 31 août 2023. Sources : RBC MC, RBC GMA

élevés entravent la croissance économique en augmentant le coût d'emprunt, en décourageant les investissements et en réduisant les valorisations boursières.

Par ailleurs et surtout, il y a un décalage important entre le moment où les taux d'intérêt montent et celui où ils causent le plus de dommages à l'économie. Notre propre modèle économétrique à grande échelle indique que l'effet négatif de la hausse des taux continue de s'accroître. Dans le passé, il s'est écoulé environ deux ans en moyenne entre la première hausse des taux aux États-Unis et la récession, et une importante analyse de 67 études montre qu'en moyenne, l'effet de la politique monétaire se fait ressentir sur l'inflation dans un délai considérable de deux à quatre ans. À titre indicatif, moins de deux ans se sont écoulés depuis que la plupart des banques centrales de pays développés ont entrepris leur campagne de resserrement. Le risque de récession est donc loin d'être écarté. Il demeure à tout le moins présent, et on pourrait même dire qu'il commence tout juste à se préciser.

Des signes montrent une légère faiblesse économique dans plusieurs pays. Cette tendance est plus marquée dans des pays comme l'Allemagne et le Royaume-Uni, mais même les États-Unis présentent certains signes d'affaiblissement. Après une reprise au printemps, le marché du logement – le secteur de l'économie américaine le plus sensible aux taux d'intérêt –

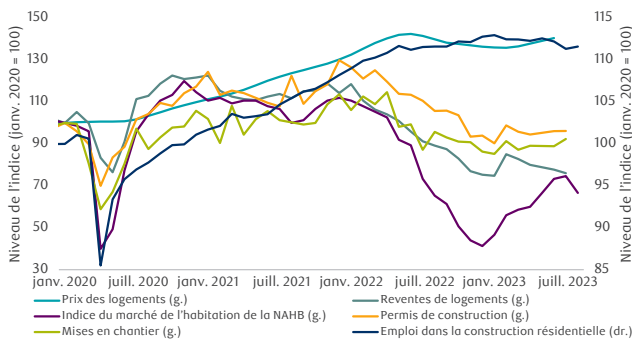
amorce une nouvelle fois un ralentissement (figure 7). Ce n'est pas une coïncidence si le taux hypothécaire à 30 ans aux États-Unis est désormais supérieur à 7 %.

Les attentes des entreprises demeurent plutôt pessimistes et cadrent avec une contraction de la demande (figure 8).

La consommation a généralement mieux résisté, mais des points de vulnérabilité commencent à apparaître. Les entreprises du secteur de la consommation, notamment Disney, Foot Locker et Lego, notent un fléchissement de

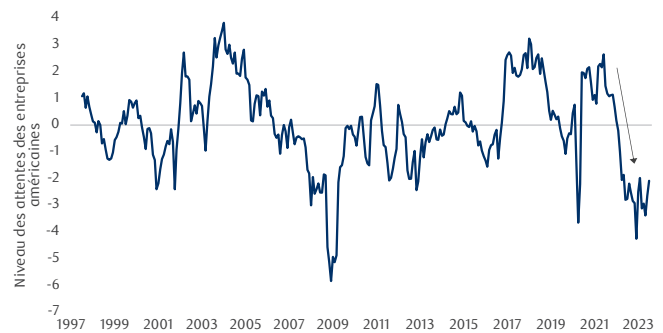
la demande de biens discrétionnaires. Alors que l'épargne accumulée pendant la crise sanitaire disparaît, les cartes de crédit servent de béquille temporaire (figure 9). Toutefois, la croissance rapide de l'utilisation des cartes de crédit ne peut perdurer. Le taux de défaillance sur cartes de crédit est en forte hausse et atteint maintenant un sommet inégalé en plus d'une décennie (figure 10). Des prêts étudiants totalisant près de 2 000 milliards de dollars américains devront commencer à être remboursés en octobre, ce qui nuira à 44 millions d'Américains.

Figure 7 : Les données sur le marché du logement aux États-Unis révèlent un ralentissement



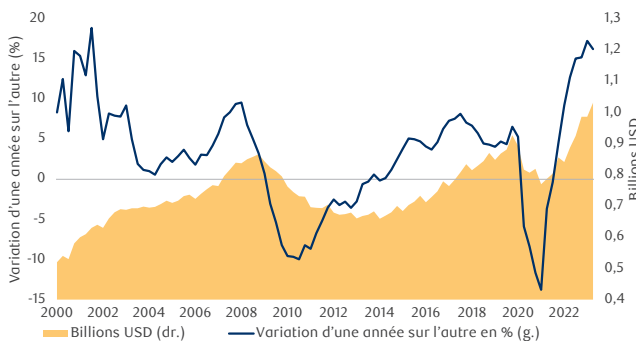
Nota : Indice des prix des logements Case-Shiller S&P CoreLogic en date de juin 2023 ; permis de construction, mises en chantier et reventes de logements en date de juillet 2023 ; emploi et indice du marché de l'habitation de la NAHB en date d'août 2023. Sources : BLS, Census Bureau, NAHB, NAR, S&P, Macrobond, RBC GMA

Figure 8 : Les attentes des entreprises américaines restent modestes



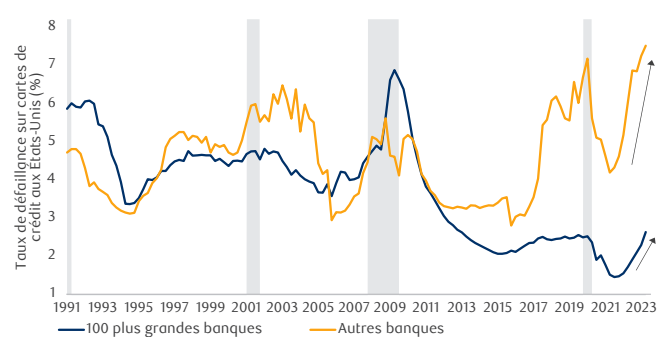
Nota : Données en juillet 2023. Analyse des composantes principales fondée sur l'indice d'optimisme de la NFIB et les perspectives du monde des affaires, les nouvelles commandes selon les indices ISM du secteur manufacturier et du secteur tertiaire, et les attentes des chefs de la direction à l'égard de l'économie selon The Conference Board. Sources : The Conference Board, ISM, NFIB, Macrobond, RBC GMA

Figure 9 : Aux États-Unis, les soldes des cartes de crédit sont en forte hausse



Nota : Données au T2 de 2023. Sources : Réserve fédérale de New York, Macrobond, RBC GMA

Figure 10 : Forte hausse des taux de défaillance sur cartes de crédit



Nota : Données au T2 de 2023. La zone ombrée représente une récession. Sources : Federal Reserve Board, Macrobond, RBC GMA

L'embauche commence aussi à ralentir, et l'emploi temporaire, un indicateur avancé classique du marché du travail, ne cesse de régresser (figure 11).

Un scénario de récession modifié, mais intact

Il est vrai que le scénario de récession n'a plus la cote. Des prévisionnistes tiers lui attribuent une probabilité moindre dans plusieurs pays (figure 12).

Néanmoins, compte tenu des difficultés économiques qui persistent, nous continuons de prévoir une récession dans la plupart des pays développés. Il n'y a pas que le coût d'emprunt qui augmente, mais également l'accessibilité aux prêts qui diminue : les banques ont renforcé leurs normes de crédit, étant particulièrement réticentes à accorder des prêts aux entreprises américaines (figure 13).

Certes, notre évaluation actuelle de la probabilité de récession est un peu plus faible que lors des trimestres précédents. Elle s'établit à 65 % pour l'économie américaine, qui fait figure de baromètre, par rapport à 80 % auparavant.

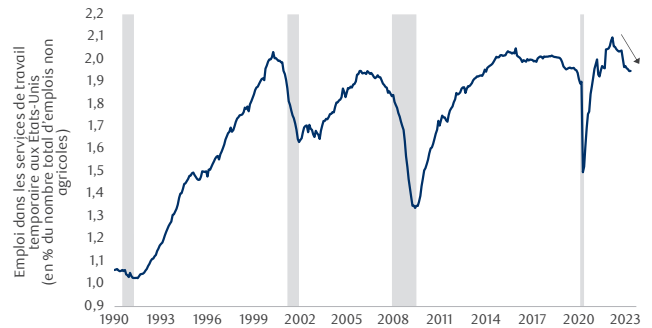
Nous avons repoussé le début de la récession anticipée au quatrième trimestre de cette année. Il pourrait survenir encore plus tard, étant donné les aléas des périodes de récession.

Cependant, une récession est encore probable. La hausse des taux d'intérêt fait sentir ses effets avec un retard considérable, quoique variable, des dommages économiques ont encore largement le temps de se produire, et trois de nos critères essentiels d'une récession continuent d'être respectés.

Premièrement, notre modèle économétrique le plus évolué prévoit toujours une récession en raison de l'augmentation des taux d'intérêt.

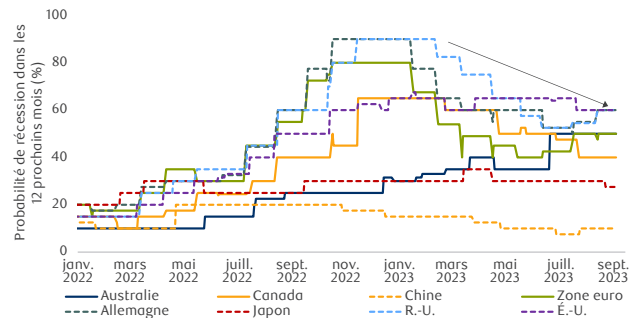
« Nous avons revu la majorité de nos prévisions de croissance du PIB à la hausse pour 2023 et à la baisse pour 2024. »

Figure 11 : La baisse du travail temporaire aux États-Unis précède habituellement la récession



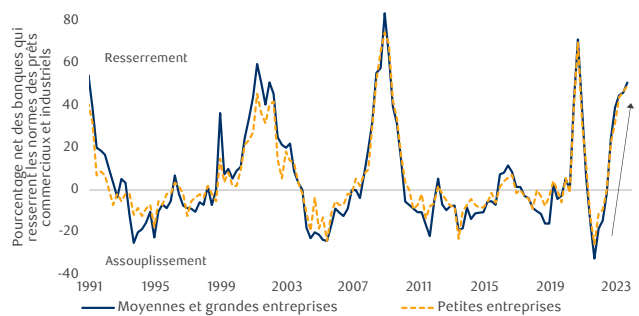
Nota : Données en août 2023. La zone ombrée représente une récession. Sources : BLS, Macrobond, RBC GMA

Figure 12 : La probabilité de récession dans certains pays a diminué



Nota : Au 4 septembre 2023. Probabilité médiane de récession selon les dernières prévisions reçues dans le cadre de sondages menés par Bloomberg. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Figure 13 : Resserrement des conditions de crédit aux entreprises aux États-Unis



Nota : Sondage sur les pratiques de crédit bancaire auprès des premiers agents des prêts, juillet 2023. Sources : Federal Reserve Board, Macrobond, RBC GMA

Deuxièmement, nos diverses heuristiques de récession (des paramètres généraux ayant déjà été annonciateurs de récession) continuent d'indiquer que cette issue est plus probable qu'improbable (figure 14). Ces signaux comprennent une inversion de la courbe de rendement et une montée en flèche de l'inflation.

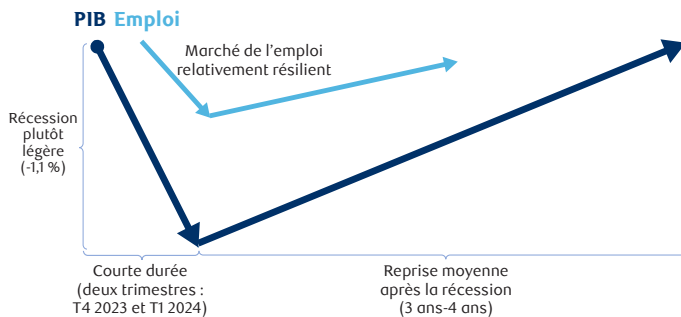
Enfin, notre feuille de pointage du cycle économique établit avec une conviction grandissante que le cycle est à un stade très avancé, compatible désormais avec une récession imminente (figure 15). À tout le moins, l'économie semble sclérosée et fragile, alors qu'elle était jeune et dynamique il y a à peine quelques années.

Figure 14 : Les signes de récession indiquent surtout « oui » ou « probable » : nous estimons à 65 % la probabilité d'une récession au cours de la prochaine année

Signe	Indique une récession aux États-Unis ?
Inversion de la courbe de 2 à 10 ans	Oui
Inversion de la courbe de 3 mois à 10 ans	Oui
Inversion de la courbe à court terme de la Fed	Oui
Hausse de l'inflation	Oui
Chute de l'indicateur avancé Duncan	Oui
Resserrement des conditions financières	Oui
Cycle de resserrement monétaire	Probable
Tendance de nouvelles sur la « récession » dans Google	Peut-être
Modèle de récession de RBC GMA	Peut-être
Hausse du prix du pétrole	Peut-être
Bond des demandes de prestation d'assurance-chômage	Peut-être
Augmentation du chômage	Non, mais tendance latérale

Nota : Au 24 juillet 2023. Analyse de l'état de l'économie aux États-Unis. Source : RBC GMA

Figure 16 : La récession devrait être légère et de courte durée



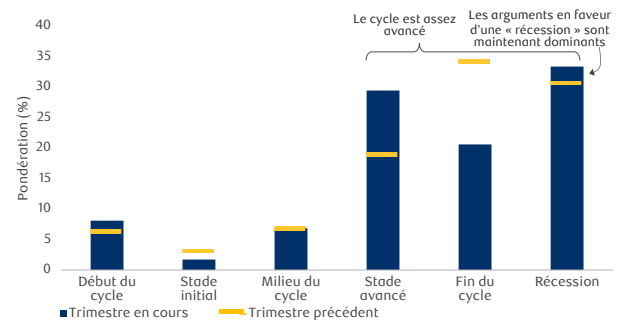
Nota : Au 19 juillet 2023. Source : RBC GMA

Toute éventuelle récession pourrait probablement être plutôt légère, de courte durée et suivie d'une solide reprise pluriannuelle (figure 16). Les pertes d'emploi devraient être plus modestes qu'en moyenne, étant donné la difficulté que nombre d'entreprises ont éprouvée à engager suffisamment d'employés au cours des dernières années.

Mise à jour des prévisions de croissance

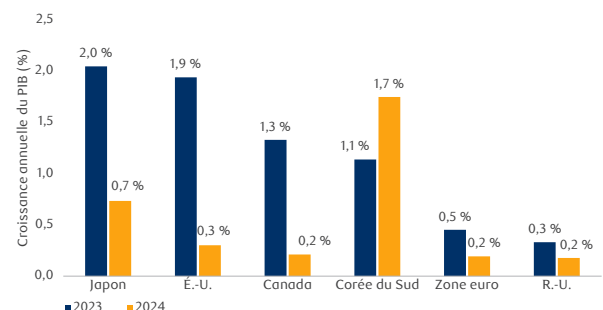
Nous avons revu la majorité de nos prévisions de croissance du PIB à la hausse pour 2023 et à la baisse pour 2024. Cette décision s'explique principalement par la vigueur continue de la croissance économique pendant l'été 2023, conjuguée au report du début de la récession au quatrième trimestre de 2023 (figure 17).

Figure 15 : Feuille de pointage du cycle de l'économie américaine



Nota : Au 28 juillet 2023. Calcul effectué à l'aide de la technique de la feuille de pointage par RBC GMA. Source : RBC GMA

Figure 17 : Croissance du PIB des pays développés prévue par RBC GMA



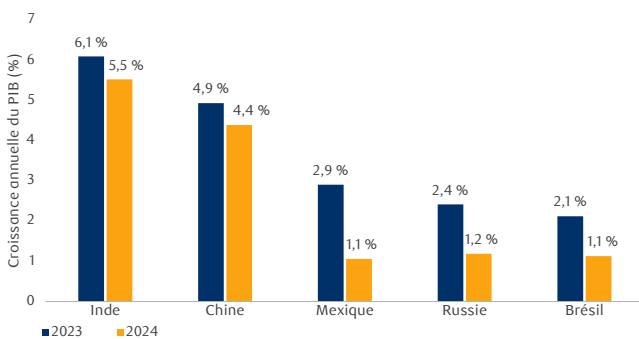
Nota : Au 24 août 2023. Source : RBC GMA

Le portrait pour les pays émergents est un peu plus diversifié. Les perspectives de la Chine pour 2023 ont été revues à la baisse en raison de nouvelles difficultés économiques, alors que la plupart des autres pays ont bénéficié d'une amélioration de leurs perspectives à l'instar des pays développés. Les prévisions de croissance ont été réduites dans de nombreux marchés émergents, pour tenir compte des répercussions de la récession attendue dans les pays développés. Parmi tous les pays pour lesquels nous établissons des prévisions, l'Inde devrait connaître la croissance la plus rapide en 2023 et 2024 (figure 18).

Même après ces ajustements, nous maintenons des prévisions de croissance globalement inférieures à la moyenne pour 2024, jumelées à des prévisions d'inflation en deçà des prévisions générales (figure 19). C'est ce qui explique notre position plus prudente à l'égard des actions et plus favorable aux titres à revenu fixe par rapport à la dernière décennie.

L'économie américaine est moins sensible aux taux que celle de la plupart des autres pays, en raison de l'effet combiné du désendettement des ménages au cours des 15 dernières années et de termes hypothécaires exceptionnellement longs. Les États-Unis sont donc relativement bien placés, ce qui se traduit effectivement par la prévision pour 2023 et 2024 d'un rendement attendu légèrement supérieur à celui de ses pairs, comme la zone euro, le Royaume-Uni et le Canada.

Figure 18 : Croissance du PIB des pays émergents prévue par RBC GMA



Nota : Au 24 août 2023. Source : RBC GMA

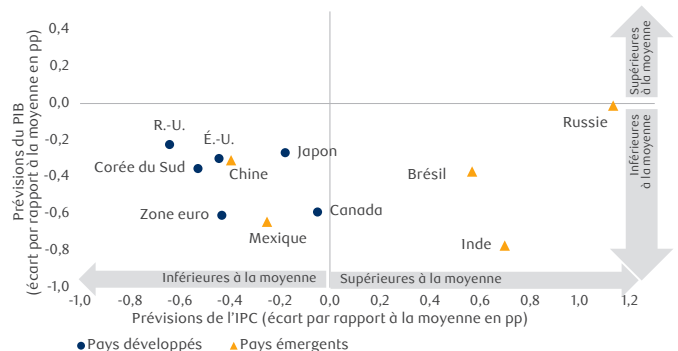
Il ne faut toutefois pas surestimer cet avantage. Aux États-Unis, une partie des difficultés économiques liées à la hausse des taux a simplement basculé des Américains titulaires d'emprunts hypothécaires protégés aux parties qui ont consenti ces prêts à des taux maintenant inférieurs à ceux du marché. Ce n'est pas pure coïncidence si les banques américaines ont connu plus de turbulences que d'autres systèmes financiers cette année. Les États-Unis doivent aussi faire face aux problèmes posés par la grande quantité de prêts étudiants dont le remboursement reprend bientôt.

Une autre raison explique pourquoi les révisions haussières apportées aux prévisions de croissance de 2023 pour le Canada et les États-Unis sont plus importantes que la moyenne : l'immigration est étonnamment forte dans les deux pays, ce qui renforce la capacité de l'économie et la demande.

À l'inverse, l'économie du Royaume-Uni continue de souffrir d'une inflation très élevée, qui a exigé un durcissement monétaire supplémentaire. À cela s'ajoutent des problèmes économiques chroniques imputables aux ajustements liés au Brexit et un mécontentement particulièrement élevé des travailleurs.

La zone euro fait face à certains défis communs au Royaume-Uni, dont la perte d'accès à l'énergie russe qui freine l'activité dans une plus grande mesure qu'en Amérique du Nord (figure 20).

Figure 19 : Prévisions de RBC GMA c. prévisions générales pour 2024

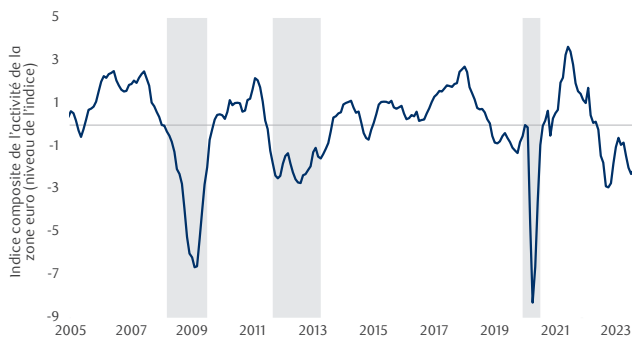


Nota : L'écart correspond à la différence entre les prévisions de RBC GMA (au 24 août 2023) et les prévisions générales (en date d'août 2023). Sources : Consensus Economics, RBC GMA

L'Allemagne a traversé trois trimestres consécutifs sans croissance économique, en partie en raison de sa plus grande exposition à l'économie chancelante de la Chine (figure 21).

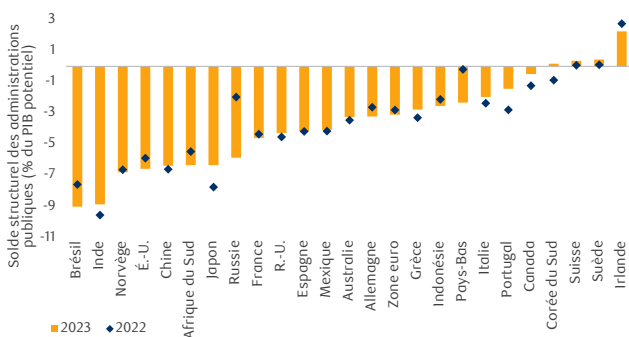
Après la prochaine année, plusieurs pays pourraient voir leur économie freinée à moyen terme par les énormes déficits budgétaires qu'ils continuent d'afficher malgré des taux de chômage parmi les plus bas depuis des décennies (figure 22). Ces déficits devront être réduits à mesure que la hausse des taux d'intérêt se répercutera sur les coûts du service de la dette et que le marché obligataire deviendra plus exigeant quant aux entreprises qu'il souhaite financer.

Figure 20 : L'économie de la zone euro continue d'être en difficulté



Nota : Données en août 2023. L'indice met en évidence la première composante de l'analyse des composantes principales, laquelle englobe une série d'indicateurs concernant l'activité économique de la zone euro. La zone ombrée représente une récession. Sources : CEPR, ZEW, Deutsche Bundesbank, IHS Markit, Macrobond, RBC GMA

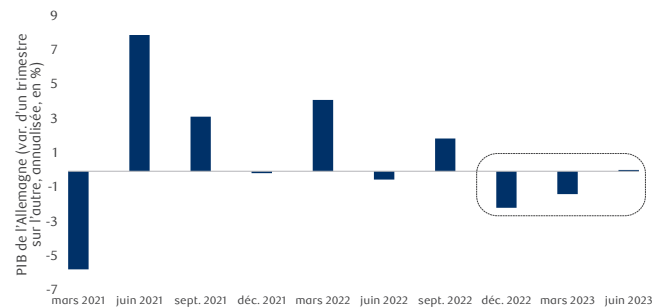
Figure 22 : Persistance de déficits budgétaires structurels importants



Nota : Prévisions du FMI pour 2023. Sources : Perspectives de l'économie mondiale du FMI, avril 2023, Macrobond, RBC GMA

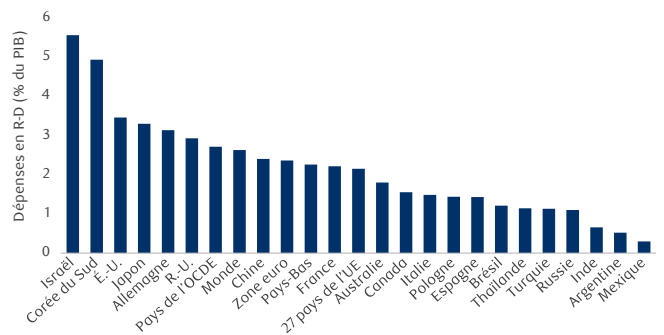
Les perspectives de croissance à long terme laissent entrevoir divers vents contraires. Outre le fardeau d'une dette publique élevée, mentionnons les effets d'un monde multipolaire et de la démondialisation, un contexte démographique difficile et les conséquences néfastes du changement climatique. En revanche, nous avons toujours espoir que la croissance de la productivité augmentera un peu plus rapidement que la normale, en partie grâce à un éventail de nouvelles technologies prometteuses. Certains des pays les mieux placés pour profiter de cette vague sont ceux qui investissent le plus dans la recherche et le développement (figure 23).

Figure 21 : L'économie de l'Allemagne stagne après être tombée en récession technique



Nota : Données au T2 de 2023. Sources : Statistisches Bundesamt, Macrobond, RBC GMA

Figure 23 : La recherche et le développement ont une incidence positive sur la productivité et la croissance économique



Nota : Selon les dernières données disponibles de 2018 à 2022. Sources : OCDE, Banque mondiale, Macrobond, RBC GMA

L'inflation s'améliore

La tendance de l'inflation demeure favorable. L'inflation des prix à la consommation a atteint un sommet de l'ordre de 8 % à 10 % au deuxième semestre de 2022 et a depuis fortement reculé (figure 24). Aux États-Unis, le taux annuel de l'IPC global a dégringolé, passant de 9 % à 3 %.

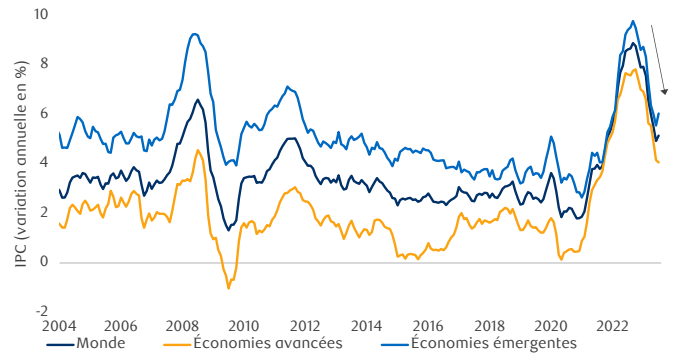
Les quatre principaux facteurs initiaux de l'inflation élevée se sont tous renversés à divers degrés. Le choc des matières premières s'est nettement estompé, la plupart des perturbations dans les chaînes logistiques ont disparu, les banques centrales sont passées d'une stimulation extrême à un resserrement inhabituel, et la politique budgétaire, qui était extraordinairement stimulante, l'est désormais beaucoup moins. En bref, les pressions exercées par l'offre et la demande qui, ensemble, ont créé le plus gros problème d'inflation en plus d'une génération se sont pour la plupart normalisées, ce qui a permis à l'inflation de baisser. L'affaiblissement attendu de l'économie mondiale devrait contribuer davantage à juguler l'inflation.

L'inflation annuelle aura du mal à s'améliorer sensiblement par rapport aux niveaux actuels au cours des prochains mois, compte tenu de la récente remontée des prix de l'essence et des effets de base moins favorables (il n'y a plus de gains mensuels marqués enregistrés un an plus tôt qui disparaissent de l'équation à chaque publication).

Il est important de comprendre que même si l'inflation globale des prix à la consommation a ralenti pour s'établir à un peu plus de 3 % au cours de l'année écoulée, cette mesure exagère probablement l'ampleur des progrès réels de l'inflation vers l'atteinte de l'objectif de 2,0 %. La chute des prix de l'essence a eu un effet très bénéfique, mais non durable. L'indice des prix à la consommation (IPC) américain excluant l'essence augmente encore à un rythme annuel de 4,1 % (figure 25). L'inflation de base se maintient à 4,7 % sur 12 mois et l'IPC médian continue de croître à un rythme rapide de 6,1 % sur 12 mois. L'inflation dans le secteur des services s'avère également tenace (figure 26). Il reste encore du travail à faire.

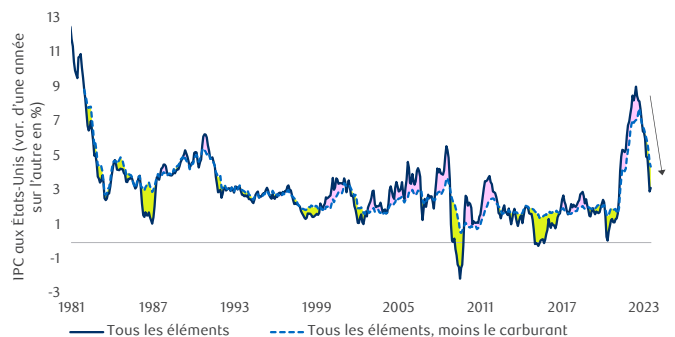
Toutefois, une partie du travail est incontestablement en cours. À titre d'exemple, les trois mesures non traditionnelles de l'inflation mentionnées dans le paragraphe précédent ont tellement ralenti que leur variation sur trois mois, en rythme

Figure 24 : L'inflation mondiale a diminué, mais elle demeure élevée



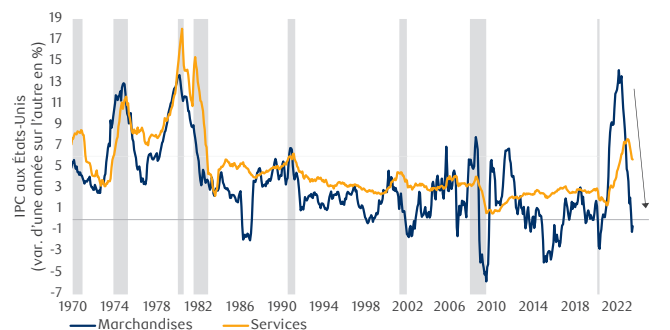
Nota : Données en juillet 2023. La zone ombrée représente une récession. Sources : BLS, Haver Analytics, Macrobond, RBC GMA

Figure 25 : L'inflation de l'essence aux États-Unis a diminué beaucoup plus rapidement que pour les autres biens et services



Nota : Données en juillet 2023. Sources : Haver Analytics, Macrobond, RBC GMA

Figure 26 : L'inflation des biens a fortement diminué aux États-Unis et l'inflation des services commence à ralentir



Nota : Données en juillet 2023. La zone ombrée représente une récession. Sources : BLS, Macrobond, RBC GMARBC GMA

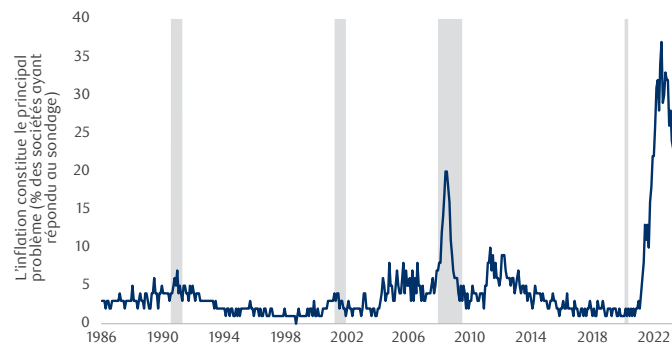
annualisé, est désormais plus modérée, s'établissant à 2,6 %, 3,1 % et 3,8 %, respectivement. En d'autres termes, l'inflation ne se situe peut-être pas à un point de pourcentage de la normale, comme l'affirme la mesure globale, mais elle est probablement à deux points de pourcentage de celle-ci.

L'ampleur de l'inflation, qui correspond à la mesure dans laquelle les prix augmentent rapidement dans une grande partie du panier des prix, est un paramètre important pour évaluer les progrès réalisés. Ce paramètre s'est amélioré de façon spectaculaire ces derniers mois (figure 27). En chiffres, aux États-Unis, la part du panier des prix subissant des hausses annuelles d'au moins 10 % a chuté, passant d'un tiers à seulement 4 % aujourd'hui.

L'inflation des prix des logements est connue pour évoluer avec un long décalage et commence enfin à s'atténuer. L'inflation des aliments régresse également, bien que nous percevions des risques de hausse, dont la possibilité qu'il devienne plus difficile d'accéder aux exportations agricoles ukrainiennes maintenant que la Russie s'est retirée du pacte antérieur de la mer Noire, conjuguée à la chaleur extrême des derniers mois et au phénomène météorologique El Niño dans les mois à venir.

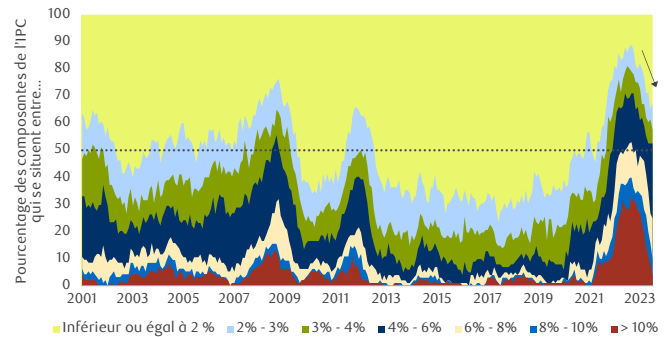
Fait encourageant, les petites entreprises se montrent moins inquiètes quant à l'inflation, bien que les attitudes ne soient

Figure 28 : L'inflation est le principal problème des petites entreprises



Nota : Données en juillet 2023. La zone ombrée représente une récession. Sources : Étude économique menée par la NFIB auprès des petites entreprises, Macrobond, RBC GMA

Figure 27 : Les prix de la plupart des éléments augmentent plus lentement



Nota : Données en juillet 2023. Part des composantes de l'IPC dont la variation d'une année sur l'autre en % correspond aux fourchettes indiquées. Sources : Haver Analytics, RBC GMA

pas encore entièrement revenues à la normale (figure 28). Les entreprises indiquent qu'elles envisagent de nouveau une hausse modérée des prix après une accalmie, ce qui jette un doute sur la possibilité d'une normalisation complète de l'inflation à court terme (figure 29).

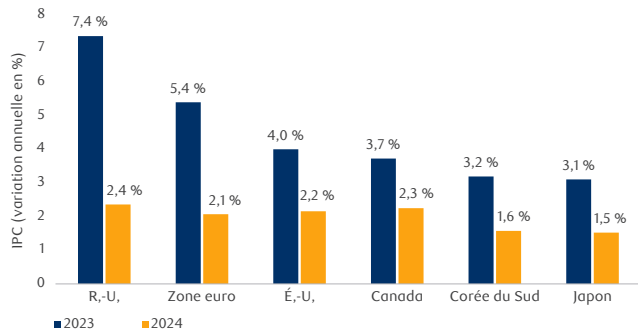
En fin de compte, nous demeurons optimistes à l'égard des perspectives d'inflation. Nous croyons que l'inflation peut chuter un peu plus rapidement que ne le prévoient

Figure 29 : Le pourcentage d'entreprises américaines qui prévoient augmenter les prix a chuté



Nota : Données en juillet 2023. La zone ombrée représente une récession. Sources : Étude économique menée par la NFIB auprès des petites entreprises, Macrobond, RBC GMA

Figure 30 : Croissance de l'IPC dans les pays développés prévue par RBC GMA



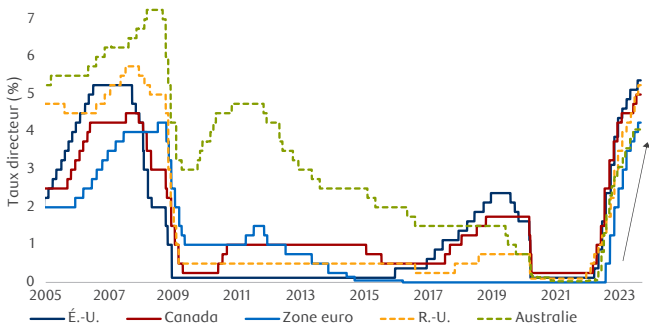
Nota : Au 24 août 2023. Source : RBC GMA

les marchés financiers, et atteindre un niveau légèrement supérieur à l'objectif de 2,0 % l'an prochain (figure 30). Selon nous, l'inflation au Royaume-Uni pourrait demeurer un peu plus forte qu'ailleurs, en partie parce que la croissance des salaires y est toujours en hausse, alors qu'elle suit une tendance baissière dans la plupart des autres pays (figure 31).

Les banques centrales approchent d'un sommet soutenu

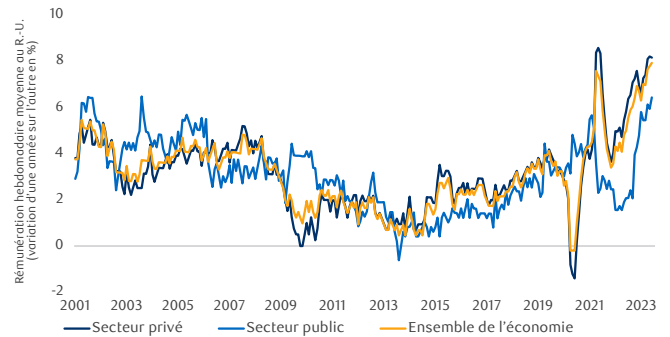
Au cours des deux dernières années, les banques centrales ont effectué le resserrement monétaire le plus énergique depuis des décennies (figure 32). La politique monétaire est

Figure 32 : Les banques centrales ont relevé les taux directeurs pour lutter contre l'inflation



Nota : Au 1^{er} septembre 2023. Sources : Haver Analytics, RBC GMA

Figure 31 : La croissance des salaires au R.-U. monte en flèche



Nota : En date de juin 2023. Sources : Office of National Statistics du R.-U., Macrobond, RBC GMA

ainsi passée d'une stimulation extrême à des restrictions substantielles.

Même si les banques centrales des pays développés approchent maintenant de la ligne d'arrivée (certaines pourraient l'avoir déjà atteint et plusieurs y seront d'ici une légère hausse de taux ou deux), le taux des fonds fédéraux corrigé de l'inflation continuera d'augmenter à mesure que l'inflation diminuera (figure 33). De plus, comme nous l'avons souligné plus tôt, les hausses de taux ne se sont pas encore pleinement répercutées sur l'économie étant donné l'effet à retardement de ces mesures.

Figure 33 : Le taux réel des fonds fédéraux américains monte en flèche à la suite des resserrements marqués de la Fed et de la baisse de l'inflation



Nota : Au 31 août 2023. La zone ombrée représente une récession. Sources : Federal Reserve Board, Macrobond, RBC GMA

Les banques centrales des pays émergents ont servi de baromètres tout au long de ce cycle monétaire, et certaines abaissent maintenant les taux. Il n'est pas déraisonnable de penser que de nombreuses banques centrales de pays développés feront de même au cours de la prochaine année, bien que ce virage ne semble pas imminent pour la plupart d'entre elles, d'après les récents commentaires des autorités monétaires. Les banques centrales des pays développés reconnaissent que les hausses de taux ont des répercussions imprécises dans un délai incertain. Les décideurs hésiteront donc à changer rapidement de cap, de sorte que les taux directeurs pourraient rester élevés pendant une longue période. Une croissance et une inflation plus faibles que prévu justifieraient probablement des réductions de taux, mais il faudrait des données déterminantes pour convaincre les banques centrales qu'elles ne sont pas en train de reproduire l'assouplissement monétaire prématuré dont elles ont souffert dans les années 1970 et au début des années 1980.

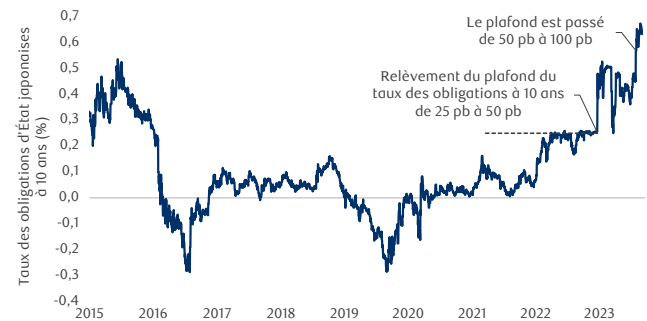
La Banque du Japon est entrée tardivement dans le cycle de resserrement en permettant une nouvelle hausse du taux des obligations à dix ans du pays (figure 34). La banque centrale tente de limiter la dépréciation déjà massive du yen et semble croire que l'inflation élevée a suffisamment persisté pour pousser les acteurs économiques à abandonner leur vision déflationniste de longue date.

Le 1^{er} août, Fitch Ratings a abaissé la cote de la dette des États-Unis de AAA à AA+. Cette décision était entièrement justifiée, compte tenu du fardeau énorme et croissant de la dette du pays, de son déficit considérable malgré la faiblesse du taux de chômage, et de la conjoncture politique difficile qui a presque abouti à un défaut technique de paiement au printemps. La décote a entraîné l'ajout d'une petite prime de risque aux taux des obligations américaines, ce qui a contribué à la hausse des taux obligataires au cours des derniers mois. Cela dit, la situation budgétaire des États-Unis est loin d'être désespérée et la cote de crédit américaine se compare toujours favorablement à celle de nombreux grands pays parfaitement viables (figure 35).

Problèmes économiques en Chine

Après des séries de confinements liés à la pandémie, l'économie de la Chine était censée connaître un solide rebond en 2023. Le scénario a d'abord semblé se concrétiser, mais l'économie a depuis trébuché. Les données économiques sont restées constamment inférieures aux attentes générales (figure 36).

Figure 34 : Ajustement de la politique de contrôle de la courbe des taux du Japon face à la hausse de l'inflation



Nota : Au 1^{er} septembre 2023. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Figure 35 : Cote de titres de créance d'État mondiaux

Cote d'emprunteur souverain			
Pays	Moody's	S&P	Fitch
Allemagne	Aaa	AAA	AAA
Canada	Aaa	AAA	AA+
É.-U.	Aaa	AA+	AA+
France	Aa2	AA	AA-
Corée du Sud	Aa2	AA	AA-
R.-U.	Aa3	AA	AA-
Chine	A1	A+	A+
Japon	A1	A+	A
Mexique	Baa2	BBB+	BBB-
Italie	Baa3	BBB	BBB
Inde	Baa3	BBB-	BBB-
Brésil	Ba2	BB-	BB

Nota : Au 17 août 2023. Cotes d'emprunteur souverain concernant la dette à long terme en devises étrangères et locales. Sources : Fitch Ratings, Moody's Investors Services, S&P Global, Bloomberg, RBC GMA

Figure 36 : L'essor consécutif à la réouverture en Chine a été de courte durée



Nota : Au 1^{er} septembre 2023. Sources : Citigroup, Bloomberg, RBC GMA

Plusieurs raisons expliquent cette faiblesse. En particulier, les exportations chinoises sont nettement en baisse par rapport à l'an dernier (figure 37). Pour une économie axée sur la fabrication et le commerce, cette situation n'est pas souhaitable. La faiblesse découle notamment d'une demande mondiale plus timide, d'un rééquilibrage de cette demande vers les services au détriment des biens, et possiblement des tensions géopolitiques qui incitent de nombreuses entreprises à diversifier leur production internationale en évitant la Chine.

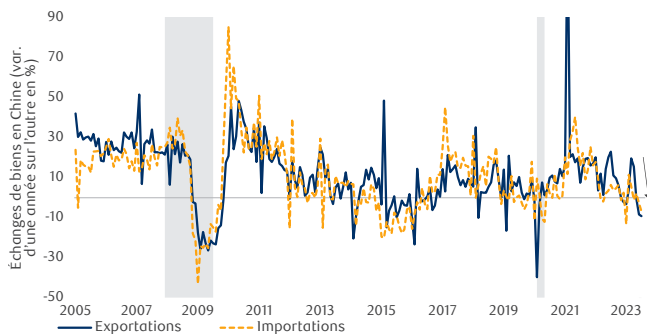
La demande intérieure en Chine est également atone. Le marché du logement continue de piétiner, alors que les ventes et les prix des maisons diminuent considérablement. Le marché résidentiel a longtemps été un bastion de la puissance économique chinoise. La morosité est opportune d'un point de vue structurel, car l'économie de la Chine était devenue beaucoup trop dépendante de l'immobilier, et les prix des maisons avaient atteint des sommets préjudiciables. Toutefois, elle se révèle très pénible à court terme. Les conséquences se sont étendues bien au-delà du logement : les consommateurs chinois se montrent avares, entre autres parce que leur patrimoine est largement concentré dans des biens immobiliers qui se déprécient en ce moment.

À long terme, les perspectives économiques de la Chine semblent également moins prometteuses que lors des décennies précédentes. Il est peu probable que le marché du logement redevienne le puissant moteur qu'il a été. La

situation démographique est extrêmement difficile pour les années à venir. Les frictions géopolitiques avec les États-Unis risquent de jeter une ombre sur la Chine (et, dans une moindre mesure, le monde) pendant une longue période. Enfin, d'un point de vue idéologique, la Chine s'éloigne des forces du marché pour revenir à un contrôle autoritaire, ce qui pourrait entraver la croissance de la productivité. Par conséquent, nous supposons maintenant que la croissance économique « normale » en Chine s'établit à un taux annualisé de seulement 3 % à 4 %, ce qui est sensiblement moins qu'avant la pandémie, sans parler des décennies précédentes. Parmi les grands pays, l'Inde devrait connaître la croissance la plus rapide (figure 38).

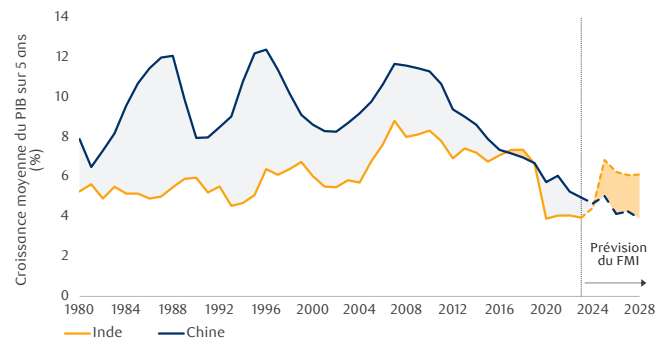
Malgré toutes ces nouvelles véritablement mauvaises, le pessimisme à l'égard de la Chine est probablement exagéré en ce moment. Une croissance moyenne de 3 % à 4 % dépasse encore largement celle de l'ensemble des pays développés, et le pays est si énorme qu'il continuera de générer l'apport le plus important à la croissance économique mondiale dans un avenir prévisible. Les décideurs chinois n'ont pas non plus été totalement inactifs face à la récente faiblesse cyclique. Les forces expansionnistes comprennent des baisses de taux d'intérêt, une dépréciation de la monnaie, un assouplissement des règles du marché du logement, des réductions d'impôt pour les petites entreprises et un plan de sauvetage pour les gouvernements locaux endettés.

Figure 37 : Les échanges commerciaux de la Chine fléchissent



Nota : Données en juillet 2023. Échanges de biens en renminbis. La zone ombrée représente une récession aux États-Unis. Sources : Macrobond, RBC GMA

Figure 38 : Croissance économique : l'Inde dépassera la Chine dans le futur



Sources : Perspectives de l'économie mondiale du FMI (avril 2023), Macrobond, RBC GMA

L'essor démographique du Canada

L'économie canadienne commence à ralentir et est susceptible d'entrer en légère récession, à l'instar de ses pairs. Les taux d'intérêt ont monté en flèche au Canada, et le niveau élevé de sensibilité du pays aux taux d'intérêt le rend plus vulnérable que les États-Unis.

Malgré un certain regain de vigueur du marché canadien du logement au printemps, nous prévoyons un retour des difficultés (figure 39). L'accessibilité à la propriété s'est quelque peu améliorée par rapport à son pire niveau grâce à la chute des prix des maisons en 2022. Toutefois, elle demeure plutôt médiocre par rapport aux niveaux d'avant la pandémie, sans parler des normes historiques (figure 40). La durée médiane des précédentes crises du logement dans les pays développés a été de 6,6 ans, ce qui donne à penser que la faiblesse devrait persister encore longtemps.

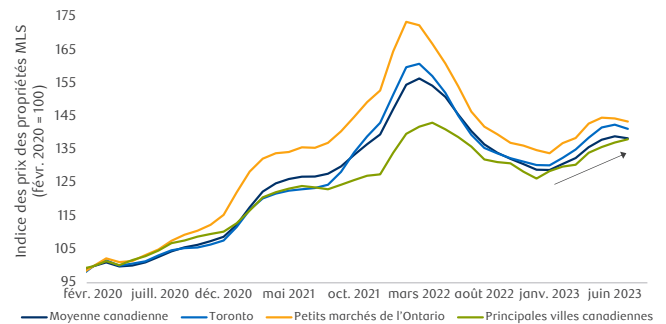
L'économie canadienne a aussi récemment été mise à mal par une série de chocs temporaires, notamment une grève portuaire majeure sur la côte ouest et une série d'immenses feux de forêt.

Par contre, les institutions financières du Canada semblent avoir évité les problèmes qui ont récemment accablé certaines banques régionales américaines de premier plan.

En outre, le Canada connaît un essor démographique énorme qui a permis d'accroître la population de plus d'un million de personnes au cours de la dernière année (figure 41). La population globale a ainsi grimpé à plus de 40 millions de personnes, et une étude récente indique que le nombre exact pourrait être plus proche de 41 millions. Le fait est que le Canada a connu une explosion démographique, ce qui a stimulé la demande de biens et de services et a rendu l'économie sujette à une croissance encore plus rapide.

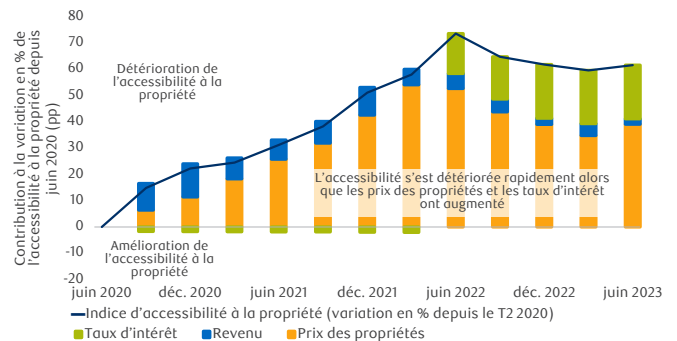
Il est possible que cette remarquable évolution démographique empêche le Canada de tomber en récession. Nous sommes cependant enclins à croire qu'une récession au nord du 49° parallèle demeure plus probable qu'improbable. L'une des raisons est que l'essor démographique devrait bientôt ralentir à mesure que le pays rattrapera ses objectifs d'immigration d'avant la pandémie, et étant donné que la majorité des étudiants étrangers et des travailleurs étrangers temporaires sont déjà revenus.

Figure 39 : Les prix des propriétés au Canada stagnent à nouveau



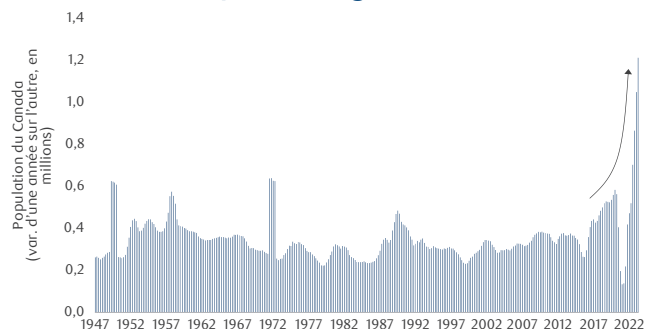
Nota : Données en juillet 2023. Sources : ACI, Macrobond, RBC GMA

Figure 40 : Facteurs influant sur l'accessibilité à la propriété au Canada



Nota : Données au T2 de 2023. L'indice de l'accessibilité à la propriété mesure les frais de possession actuels d'une propriété par rapport à la norme historique. Sources : Haver Analytics, RBC GMA

Figure 41 : Croissance démographique record au Canada soutenue par l'immigration



Nota : Données au T2 de 2023. Sources : Statistique Canada, Macrobond, RBC GMA

Conclusion

C'est un moment de l'histoire qui exige de la patience. Voici un an que nous assistons à une croissance économique vigoureuse et à un rebond des actifs risqués. Il serait donc tentant de jeter aux oubliettes la vieille hypothèse sur la récession. L'histoire montre toutefois qu'il existe un décalage important entre un durcissement monétaire et l'avènement d'une récession. De plus, nos feuilles de pointage de la récession et du cycle économique nous incitent toujours au pessimisme. Une récession est donc loin d'être écartée. Le recul de l'inflation est une bonne nouvelle, mais il n'est pas encore suffisant pour persuader les banques centrales de commencer à réduire les taux d'intérêt.

Dans ce contexte, nous maintenons une répartition de l'actif qui, bien que théoriquement neutre, est en réalité plus prudente qu'à tout autre moment au cours de la dernière décennie. Cette approche permettra de tirer parti de valorisations encore plus faibles en cas de récession. Et dans un autre scénario où il n'y aurait pas de récession, nous pourrions trouver un réconfort dans le fait que nous détenons des placements à revenu fixe qui procurent certains des rendements en revenu les plus élevés des dernières décennies, ainsi qu'un potentiel d'appréciation du capital dans divers scénarios.





Perspectives des marchés

Un marché à deux vitesses



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



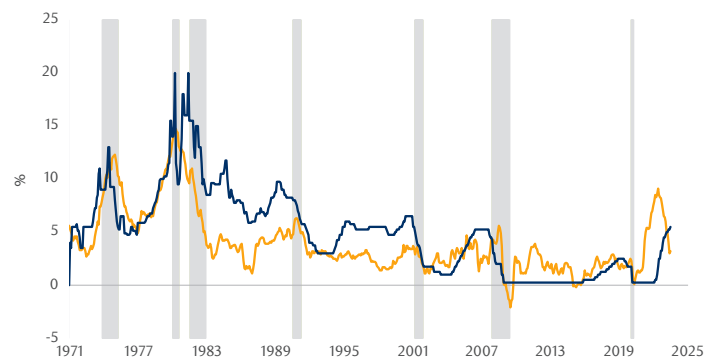
Daniel E. Chornous, CFA
Chef des placements
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

Un peu plus de trois ans après le début de la pandémie, l'économie et les marchés des capitaux ont subi des changements importants, et divers paramètres économiques et financiers ont atteint des niveaux inégalés depuis des décennies. Les mesures de relance sans précédent mises en œuvre durant la pandémie par les gouvernements et les banques centrales ont fait bondir l'inflation à son plus haut niveau en 40 ans. Bien que les hausses de prix aient été initialement considérées comme transitoires, la persistance de l'augmentation des prix à la consommation en 2022 a conduit au cycle de resserrement monétaire le plus énergique depuis les années 1970. Il y a seulement 18 mois, le taux des fonds fédéraux des É.-U. avoisinait zéro. Il se situe maintenant à 5,5 % et les taux d'intérêt à court terme sont à leur plus haut niveau depuis le début des années 2000 (figure 1).

Jusqu'à présent, le resserrement rapide des conditions monétaires semble fonctionner. L'inflation est en baisse et, bien qu'elle n'ait pas encore atteint les 2 % visés par les banques centrales, cette amélioration significative a été une bonne nouvelle pour les investisseurs. Après la tendance baissière des actions observée l'an dernier, les actifs à risque ont récupéré une grande partie de leurs pertes, tandis que l'économie a continué de croître et que l'inflation s'est éloignée des niveaux extrêmes. Cela dit, nous pensons qu'il est peut-être prématuré de conclure que l'économie a réussi un atterrissage en douceur ou d'écartier la possibilité d'une récession provoquée par la hausse des taux d'intérêt. En fait, selon notre analyse, les perspectives de récession sont peut-être en train de s'élargir à l'heure actuelle, et il se peut que le risque maximal pour l'économie et les actions soit devant nous.

Figure 1 : Taux des fonds fédéraux des É.-U.

Taux cible – limite supérieure

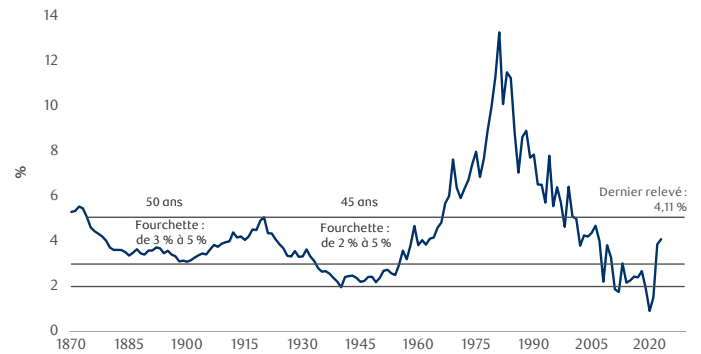


Nota : Au 31 août 2023. Les zones ombrées représentent des récessions aux États-Unis. Sources : Bloomberg, RBC GMA

La hausse des taux des obligations à long terme au cours des dernières années a rendu les titres d'État à revenu fixe particulièrement attrayants. Bien que l'an dernier ait été l'une des décennies les plus douloureuses pour les investisseurs en obligations, les taux des obligations du Trésor à 10 ans se situent désormais près de la limite supérieure de leur fourchette normale des 150 dernières années (figure 2). D'après nos modèles, une grande partie du risque accru d'évaluation qui nous a inquiétés en 2020 et 2021 s'est dissipée, d'autant plus que nous croyons que l'économie devrait connaître un ralentissement sur un horizon d'un an et que les tensions inflationnistes continueront de s'atténuer – deux facteurs qui devraient entraîner une baisse du rendement des obligations et une hausse des cours de celles-ci. Par conséquent, nous nous attendons à ce que les obligations d'État produisent des rendements entre 5 % et 10 %, voire jusqu'à 15 %, au cours de l'année à venir, selon la région.

À notre avis, les actions présentent un potentiel de hausse moins élevé que les obligations à court terme et, même si les indices boursiers se sont bien comportés jusqu'à présent cette année, la majeure partie des gains est attribuable à une poignée de sociétés. Les tendances émergentes en intelligence artificielle (IA) ont propulsé les valorisations des plus grandes sociétés de technologie des États-Unis, collectivement désignées les « sept magnifiques », de sorte qu'elles représentent maintenant un peu plus du quart de la pondération de l'indice S&P 500. La valeur de ce groupe, dont les valorisations vont de centaines de milliards à plusieurs billions de dollars, a augmenté de 70 % jusqu'à présent cette année, ce qui représente près des trois quarts de la hausse de 17 % de l'indice S&P 500 au cours de la même période. En comparaison, le S&P 500 équi pondéré, qui représente mieux le rendement moyen des actions, n'a augmenté que de 5,8 % (figure 3). Le solide rendement de l'indice S&P 500 pondéré en fonction de la capitalisation masque l'ampleur relativement faible du marché sous-jacent, ce qui laisse souvent présager une correction significative des actions. Dans ce contexte, nos prévisions en matière de rendements boursiers confortent l'opinion selon laquelle nous sommes à un stade avancé du cycle économique. Nous entrevoyons des rendements de 10 % à 15 % pour les actions et des résultats plutôt inférieurs pour les actions américaines, en raison de leurs valorisations plus élevées et de l'influence des coûteuses sociétés de technologie à mégacapitalisation.

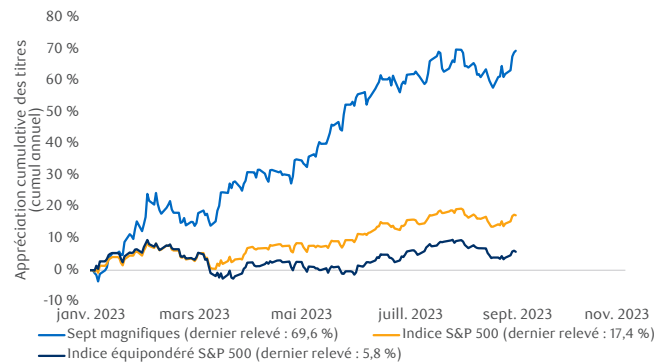
Figure 2 : Taux des obligations américaines à 10 ans



Nota : Au 31 août 2023. Source : RBC GMA

Figure 3 : Indices boursiers américains

Appréciation cumulative des titres (cumul annuel)



Nota : Au 31 août 2023. Les sept magnifiques constituent un indice pondéré en fonction de la capitalisation qui comprend Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Nvidia, Meta et Tesla. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Si nous avons raison de penser que l'économie entrera en récession au cours des 12 prochains mois, les taux d'intérêt, les rendements des obligations et les cours boursiers pourraient tous se rapprocher de leur sommet à court terme. Bien qu'il existe des voies menant à un scénario positif si l'économie atterrit en douceur, nous pensons que dans ce contexte, la récompense pour la prise de risque excessive n'est pas aussi attrayante qu'elle ne l'a été aux étapes antérieures du cycle. Par conséquent, nous avons graduellement réduit la surpondération des actions dans notre portefeuille d'actifs au cours des 18 derniers mois.

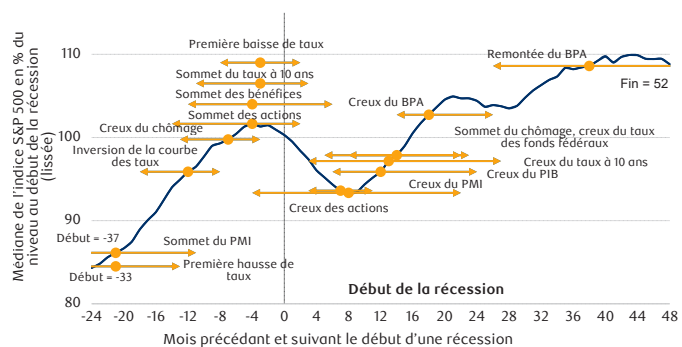
Nous avons utilisé ces liquidités pour réduire notre sous-pondération antérieure en titres à revenu fixe, car la hausse des taux a augmenté l'attrait des obligations d'État, et les taux élevés actuels devraient offrir une meilleure protection contre une éventuelle baisse du cours des actions. Au dernier trimestre, nous avons entièrement supprimé nos expositions au risque tactiques, et nous conservons de nouveau une position neutre par rapport à nos pondérations de référence ce trimestre. 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. La répartition de l'actif des fonds ou des portefeuilles de clients peut différer en fonction des politiques de placement individuelles.

Feuille de route de la récession

Un outil que nous avons trouvé utile pour évaluer où nous nous situons par rapport aux cycles économiques et boursiers plus larges est une feuille de route détaillant la progression type des actions en période de récession. La figure 4 illustre la médiane de la progression du marché boursier américain au cours de 29 récessions depuis la fin des années 1880. T=0 sur le graphique indique le début de la récession dans un cycle donné, et le graphique présente les 24 mois avant le début de la récession ainsi que les 48 mois après celle-ci. La ligne bleue du graphique indique que les actions américaines ont tendance à monter lors des périodes de récession, à atteindre un sommet pendant quatre mois en moyenne avant la contraction de l'économie, et à plonger dans un creux pendant huit mois en moyenne, après le début d'une récession.

Le graphique est chargé et présente divers jalons que l'on observe souvent avant et après les récessions. Certaines de ces situations surviennent bien avant les replis économiques. Par exemple, les indices des directeurs d'achats (PMI) ont tendance à plafonner et les taux d'intérêt à court terme à augmenter 21 mois avant le début d'une récession, selon le résultat médian. La courbe de rendement, fondée sur l'écart entre les taux des obligations du Trésor à 3 mois et à 10 ans, tend également à s'inverser 12 mois avant une récession. Ces événements clés se sont tous produits au cours du présent cycle, et le moment où ils ont eu lieu est relativement près de ce qui pourrait être attendu. Les indices PMI ont atteint un

Figure 4 : L'indice S&P 500 en périodes de récession
Médiane des 29 récessions depuis 1882



Nota : Les indicateurs représentent le temps médian, et les fourchettes correspondent à un écart type par rapport à la moyenne. Sources : Bloomberg, RBC GMA

sommet il y a 29 mois, la première hausse des taux aux États-Unis remonte à 18 mois, et la courbe des taux s'est inversée il y a 10 mois. Le taux de chômage a atteint un creux il y a sept mois, près de l'expérience médiane de huit mois avant la récession, bien qu'il ne soit qu'à peine remonté au-dessus de ce creux. Si nos prévisions de récession plus tard cette année se révèlent exactes, selon ce graphique, les taux d'intérêt, les rendements en revenu et les cours boursiers pourraient atteindre ou avoir déjà atteint un sommet. Ce scénario suggéré par la feuille de route contredit quelque peu l'opinion de nombreux investisseurs selon laquelle l'économie a réussi à éviter la récession, compte tenu de la vigueur des dépenses de consommation et de la reprise des actions jusqu'à maintenant cette année. Une période de volatilité accrue sur les marchés pourrait se profiler dans un contexte où les efforts déployés par les banques centrales pour resserrer considérablement les conditions monétaires au cours des 18 derniers mois pèsent lourd sur l'économie.

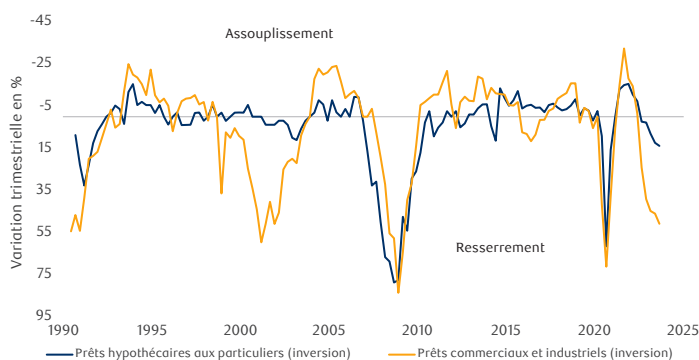
Les répercussions différées de la hausse des taux commencent à se faire sentir

Après 18 mois de resserrement monétaire et de hausses des taux de référence à court terme de plus de 500 points de base, des difficultés économiques commencent émerger. Les normes de crédit des banques sont devenues de plus en plus sévères depuis le milieu de 2022, et elles continuent de se resserrer à un rythme croissant dans la foulée de la

crise des banques régionales américaines survenue plus tôt cette année (figure 5). Par conséquent, la disponibilité et la demande de crédit sont réduites, ce qui a pour effet de limiter les capitaux disponibles pour les dépenses de consommation et les investissements des entreprises.

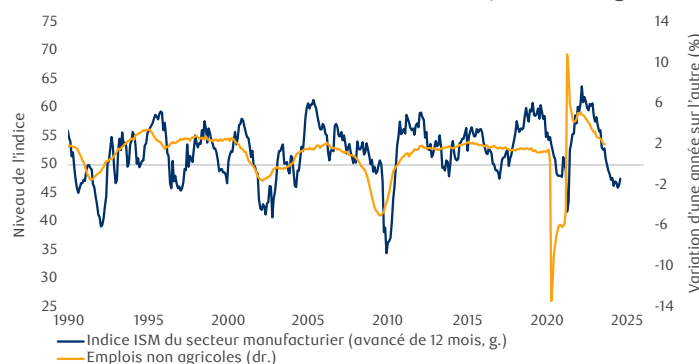
Un resserrement significatif des conditions monétaires entraîne généralement un ralentissement de l'activité économique et une croissance de l'emploi 12 à 18 mois plus tard. Nous en constatons maintenant les effets alors que la croissance de l'emploi et les indices PMI commencent à s'atténuer, suivant leur retard habituel par rapport à la hausse des taux d'intérêt (figures 6 et 7).

Figure 5 : Sondage sur les pratiques de crédit bancaire auprès des premiers agents des prêts
Agents des prêts signalant un resserrement des normes



Nota : Au troisième trimestre de 2023. Sources : Réserve fédérale, Macrobond

Figure 7 : États-Unis
Indice ISM du secteur manufacturier et emplois non agricoles

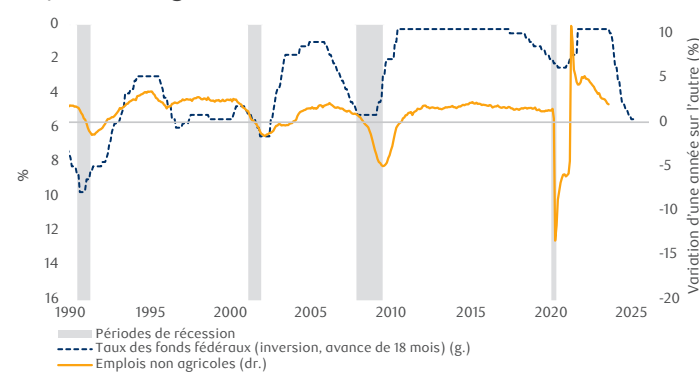


Nota : Au 31 août 2023. Sources : Institute for Supply Management, BLS

Les prévisions d'inflation à long terme demeurent bien ancrées tandis que les pressions sur les prix s'atténuent

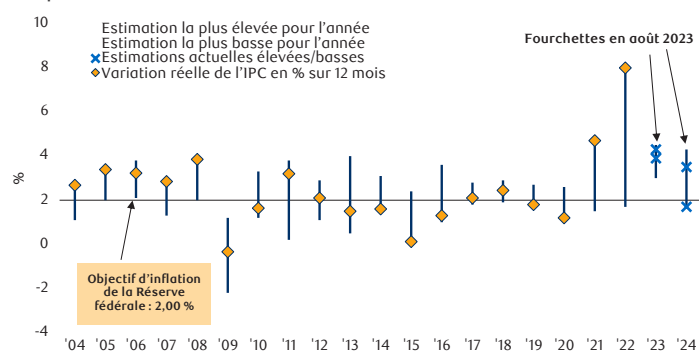
Le principal avantage du ralentissement de l'économie est que les niveaux d'inflation extrêmes semblent s'être atténués et que les attentes d'inflation sont maintenant près des cibles des banques centrales. Les prévisions générales des économistes américains concernant l'inflation pour 2023 sont de près de 4 %, ce qui correspond à moins de la moitié du sommet de 9,1 % de l'an dernier, et ils anticipent que l'inflation continuera de ralentir jusqu'en 2024, tout en restant légèrement au-dessus de la cible de 2 % de la Réserve fédérale américaine (Fed) (figure 8). Il est possible

Figure 6 : États-Unis
Emplois non agricoles et taux des fonds fédéraux



Nota : Au 31 août 2023. Source : Evercore ISI

Figure 8 : États-Unis
Dispersion des estimations d'inflation



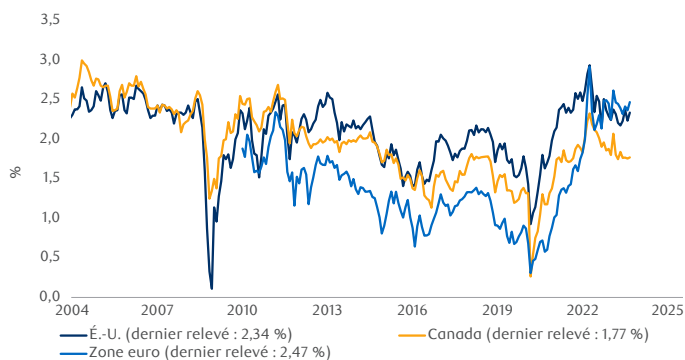
Sources : Consensus Economics, RBC GMA

que la détermination avec laquelle les banques centrales ont resserré leur politique parvient à stopper les tensions inflationnistes, car les anticipations inflationnistes du marché aux États-Unis, au Canada et en Europe avoisinent toutes la cible de 2 % (figure 9).

Confortant notre opinion selon laquelle l'inflation continuera probablement de ralentir, divers facteurs qui ont contribué à la hausse des prix à la consommation durant la pandémie ne sont plus aussi problématiques. Par le passé, la croissance de la masse monétaire a été fortement corrélée à l'inflation. Elle est en baisse depuis 30 mois, ce qui a entraîné l'inflation

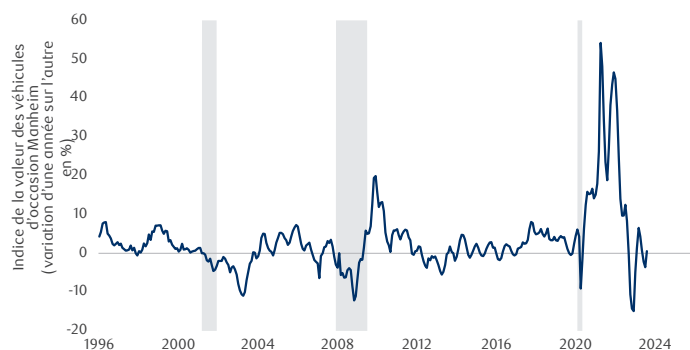
Figure 9 : Prime d'inflation implicite à long terme

Point d'équilibre du taux d'inflation : taux nominal par rapport aux obligations à rendement réel à dix ans



Nota : Au 31 août 2023. L'inflation de la zone euro est le point d'équilibre du taux d'inflation, pondéré en fonction du PIB, de l'Allemagne, de la France et de l'Italie. Sources : Bloomberg, RBC MC, RBC GMA

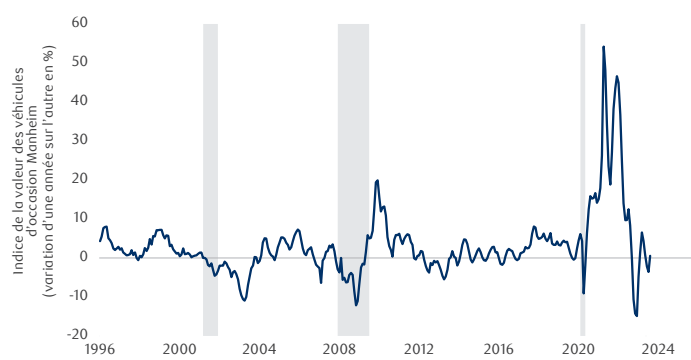
Figure 11 : Indice de la valeur des véhicules d'occasion d'une année sur l'autre Manheim



Nota : Données en août 2023. La zone ombrée représente une récession. Sources : Manheim Consulting, Bloomberg et RBC GMA

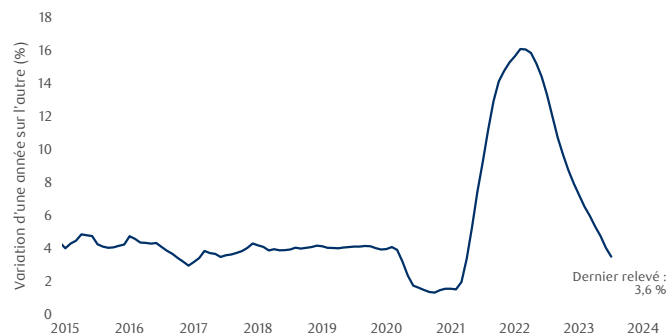
à la baisse après le délai habituel (figure 10). La croissance fulgurante de la masse monétaire au début de la pandémie a précédé la flambée de l'inflation entre 2021 et 2022, suivant laquelle un ralentissement de la croissance de la masse monétaire a préfiguré, à juste titre, une modération. La contraction actuelle de la masse monétaire indique que l'inflation pourrait continuer de ralentir au cours de la prochaine année et demie. Les prix des voitures d'occasion, qui ont cessé d'augmenter, et les loyers, qui ne progressent maintenant qu'à des taux sous la barre des 5 % (figures 11 et 12) sont d'autres mesures qui indiquent une possible amélioration de l'inflation. Pour ces raisons, nous prévoyons

Figure 10 : Inflation aux États-Unis et masse monétaire – Variations d'une année sur l'autre de l'IPC et de M2



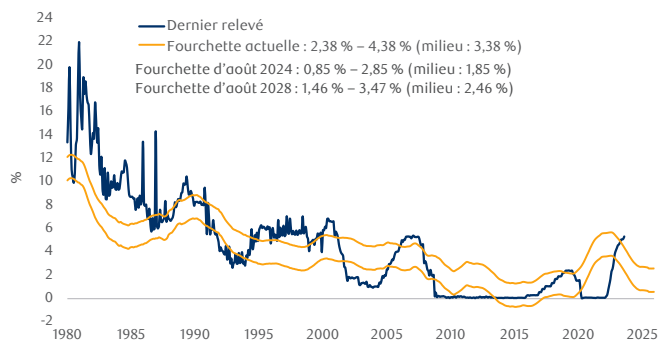
Nota : Au 31 juillet 2023. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Figure 12 : Indice des loyers des États-Unis Zillow implicites – Variation en % d'une année sur l'autre de tous les logements



Nota : Au 31 juillet 2023. Sources : Zillow Inc., Bloomberg, RBC GMA

Figure 13 : Taux des fonds fédéraux des É.-U. Fourchette d'équilibre



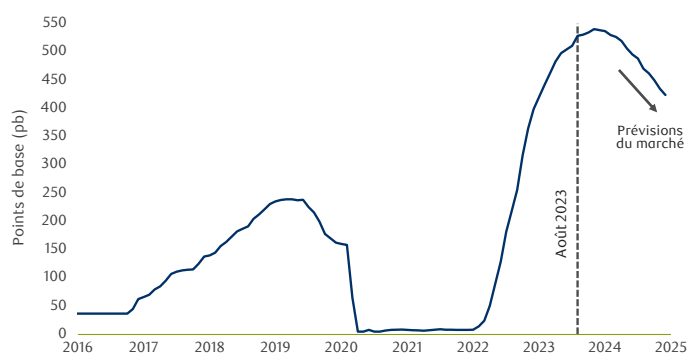
Nota : Au 31 août 2023. Sources : Réserve fédérale, RBC GMA

que l'inflation continuera de ralentir à moyen terme, mais nous reconnaissons également que les pressions sur les prix ont déjà diminué de façon significative depuis leur sommet, et qu'il sera plus difficile de progresser vers la cible de 2 % de la Fed.

Le cycle de hausse des taux d'intérêt approche de la ligne d'arrivée, et des réductions sont prévues l'an prochain

L'économie s'essouffant et l'inflation progressant dans la bonne direction, la nécessité de nouvelles augmentations des taux d'intérêt devient de moins en moins évidente, et des réductions des taux d'intérêt pourraient être justifiées dans l'année à venir. Selon notre modèle de juste valeur, le taux des fonds fédéraux est actuellement très restrictif, et il dépasse d'un peu plus de la moitié d'un écart-type le point d'équilibre estimé par notre modèle, comme le démontre la ligne dans le graphique (figure 13). Selon notre modèle, le niveau neutre du taux des fonds fédéraux, soit le milieu de la fourchette, se situe actuellement à 3,4 %, mais si l'inflation continue de diminuer, conformément à nos prévisions, il chutera pour atteindre environ 2 % en 12 mois. Par conséquent, le taux des fonds fédéraux devrait s'éloigner des 5,5 % au cours du premier semestre de l'année prochaine. En ce sens, notre point de vue est conforme aux prix sur le marché à terme, ce qui permet d'entrevoir la possibilité d'une nouvelle hausse de 25 points de base d'ici la fin de l'année, suivie par le début d'un cycle de réduction des taux d'intérêt au début de 2024 (figure 14).

Figure 14 : Taux implicite des fonds fédéraux – Contrats à terme sur 12 mois au 31 août 2023



Sources : Bloomberg, Réserve fédérale américaine, RBC GMA

Figure 15 : Taux des obligations d'État de 10 ans Prévisions et niveaux d'équilibre de RBC GMA

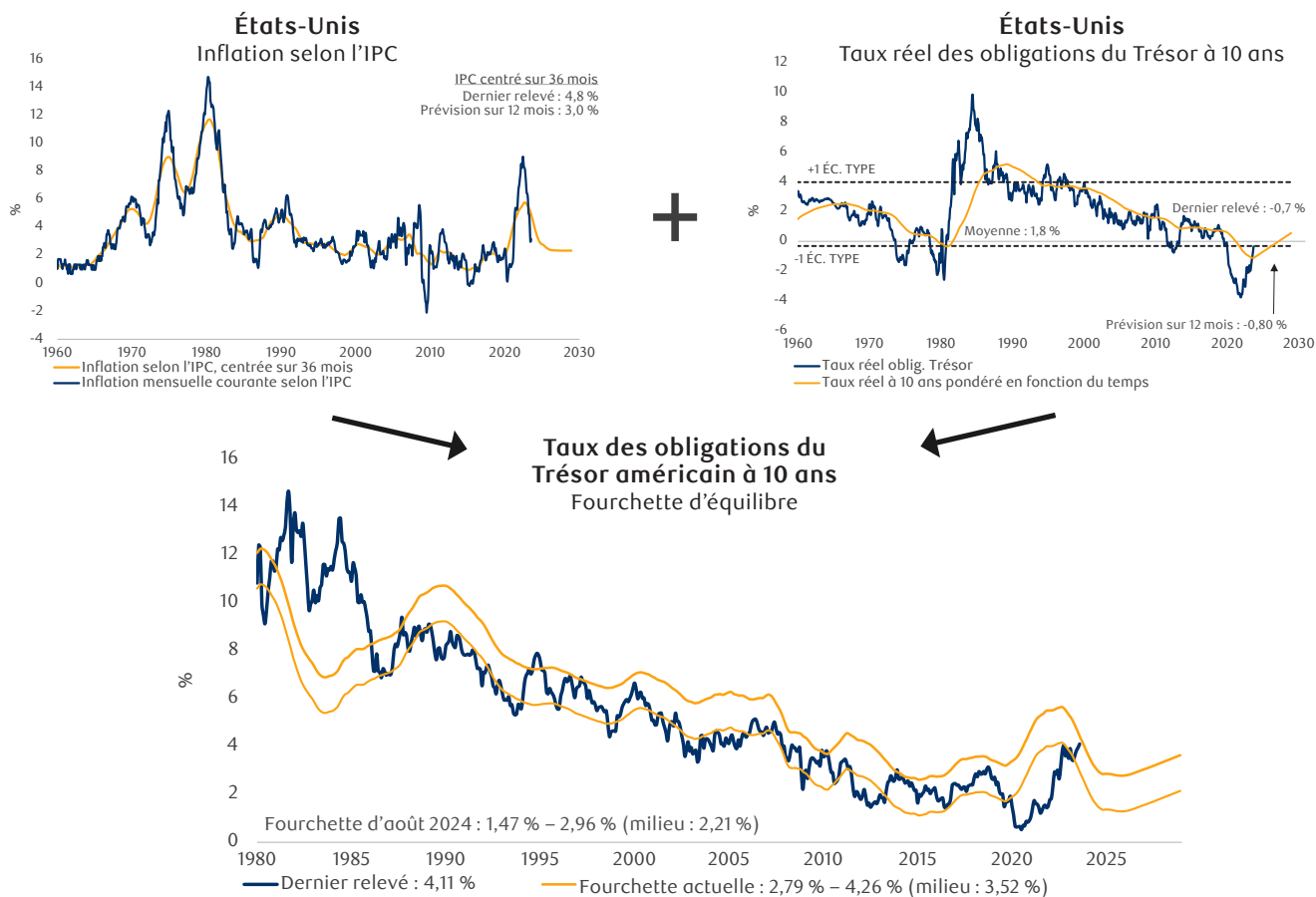
	Actuellement (%)	RBC Gestion mondiale d'actifs Prévisions (%)		Niveau d'équilibre Prévisions (%)	
	Taux Août 2023	Prévisions Août 2024	Rendement total (monnaie locale)	Équilibre Août 2023	Rendement total (monnaie locale)
États-Unis	4,11	3,50	9,2	2,21	21,0
Canada	3,56	3,00	8,4	1,99	17,8
Allemagne	2,47	2,60	1,3	2,61	1,2
Royaume-Uni	4,36	4,25	5,3	2,36	22,1
Japon	0,65	0,75	-0,3	1,19	-4,4

Nota : Le tableau indique le rendement global hypothétique des obligations d'État à 10 ans au cours de la prochaine année si les taux baissent au niveau des prévisions de RBC GMA ou aux niveaux d'équilibre de nos modèles obligataires. Source : RBC GMA

Les obligations d'État sont attrayantes ; leur potentiel de rendement est élevé et le risque d'évaluation est minime.

La possibilité que les taux d'intérêt baissent au cours de la prochaine année signifie que les obligations d'État, dont les rendements ont atteint leurs plus hauts niveaux immédiatement avant la crise financière mondiale de 2008-2009, présentent une valeur attrayante à ces niveaux. La figure 15 détaille les rendements totaux qui seraient réalisés par les obligations d'État à 10 ans dans plusieurs grandes régions si les taux devaient passer au niveau que nous

Figure 16 : Taux des obligations du Trésor américain à 10 ans



Nota : Au 31 août 2023. Source : RBC GMA

prévoyons ou à notre taux d'équilibre modélisé au cours de la prochaine année. Des rendements négatifs ne sont attendus que dans une seule région, le Japon, où les taux demeurent extraordinairement bas, mais devraient augmenter à mesure que la Banque du Japon procédera à l'assouplissement de son mécanisme de répression des taux d'intérêt (sa politique de contrôle de la courbe des taux). Dans les autres régions, si les taux devaient atteindre les niveaux que nous prévoyons, les rendements devraient se situer entre 1 % et 9 %, mais les résultats se rapprocheront de 20 % si les taux devaient évoluer à nos niveaux d'équilibre modélisés au cours de l'année à venir. À notre avis, le potentiel de rendement pour les investisseurs en obligations s'est amélioré, et le risque de pertes en capital est limité en cas de baisse des taux dans un contexte de risques pour l'économie mondiale (page 47).

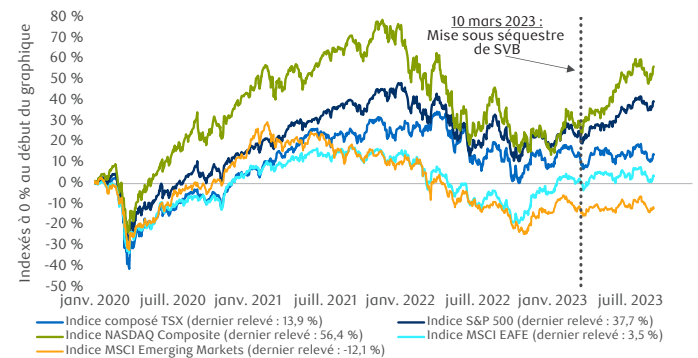
Un examen plus approfondi de notre modèle pour les obligations du Trésor américain à 10 ans révèle que les taux ont été vulnérables à une forte correction l'an dernier parce qu'ils étaient bien en deçà de la fourchette d'équilibre en 2020 et en 2021. Cette situation s'est presque complètement inversée (figure 16). Comme les taux ont augmenté rapidement au cours des 18 derniers mois, ils sont entrés dans la fourchette et s'approchent maintenant de sa limite supérieure. La fourchette d'équilibre est une estimation modélisée du rendement nominal des obligations approprié, qui est le résultat de la combinaison d'une prime d'inflation et d'un taux réel (après déduction de l'inflation). L'inflation a commencé à grimper en flèche en 2021, poussant la fourchette à la hausse, et les taux ont fini par rattraper les niveaux d'inflation notés par le gouvernement à la fin de

2022 et au début de 2023. Comme le pic de l'inflation semble derrière nous et que les pressions sur les prix s'atténuent rapidement, la possibilité d'une baisse du rendement des obligations se profile. Un changement plus subtil révélé par le modèle est l'important rajustement à la hausse des taux d'intérêt réels. Notre modèle montre que le taux d'intérêt réel des effets à 10 ans du Trésor est passé de -3,75 % à -0,70 % à la fin de 2021. Nous continuons de penser que les taux réels ne reviendront probablement pas à la moyenne de 2 % d'après Seconde Guerre mondiale, en raison du vieillissement de la population et d'autres obstacles économiques structurels comme la faiblesse des taux de croissance potentiels à long terme. Nous pensons plutôt que les taux réels pourraient s'établir entre 0 % et 1 % sur une longue période, ce qui demeure légèrement supérieur à ce qu'ils étaient au moment de la rédaction du présent article. Compte tenu de ces facteurs, la fourchette d'équilibre de notre modèle diminue de façon marquée en 2024 et en 2025, et son point médian chute de 3,70 % à 2,21 % par an d'ici un an. Par conséquent, les perspectives pour les titres d'État à revenu fixe sont encourageantes si l'inflation suit la trajectoire que nous prévoyons, et si les taux d'intérêt réels se maintiennent dans la fourchette anticipée, soit entre 0 % et 1 %.

La valorisation des actions est raisonnable en dehors des sociétés technologiques américaines à mégacapitalisation

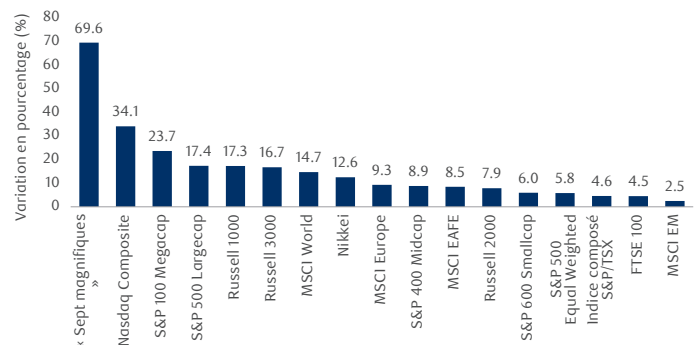
Les actions mondiales ont poursuivi leur progression au cours du dernier trimestre, principalement grâce aux actions des sociétés technologiques à mégacapitalisation. Jusqu'à présent cette année, le NASDAQ a progressé de 34 %, tandis que les marchés hors États-Unis, mesurés en dollars américains, ont surtout évolué latéralement en raison des tensions dans les banques régionales américaines qui ont fait surface au début de mars (figure 17). Si l'on exclut les indices qui accordent une forte pondération aux « sept magnifiques », la plupart des principaux indices boursiers affichent une hausse beaucoup moins marquée. Plusieurs ont affiché des gains entre 1 % et 5 % depuis le début de l'année (figure 18). L'important écart de rendement entre les sept plus grandes sociétés des États-Unis et le reste des marchés mondiaux témoigne de l'existence d'un marché à deux vitesses depuis le début de 2023.

Figure 17 : Principaux indices boursiers – Indices de l'appréciation cumulative des titres en USD



Nota : Au 31 août 2023. Appréciation des titres en USD. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Figure 18 : Variations des cours des principaux indices en USD – Du 30 décembre 2022 au 31 août 2023



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



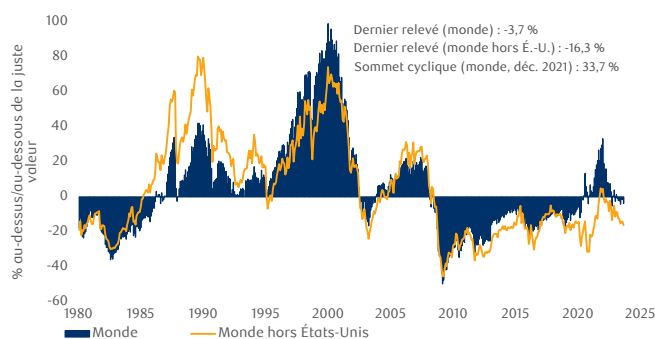
Les valorisations des actions mondiales sont raisonnables par rapport à leurs propres antécédents, surtout sur une base relative par rapport aux États-Unis. Notre indice composite des marchés boursiers mondiaux pondéré en fonction du PIB indique que les actions sont évaluées de façon appropriée ou, dans certains cas, que leur évaluation serait même légèrement en deçà de la juste valeur (figure 19). De fait, si nous retirons les États-Unis du calcul, les actions mondiales se situeraient à 17 % sous la juste valeur. Il est à noter que cet indice composé avait gagné jusqu'à 34 % par rapport à la juste valeur à la fin de 2021. Les valorisations se sont donc nettement améliorées au cours des 18 derniers mois, et la majeure partie de cet ajustement a été effectuée en dehors du secteur des sociétés américaines à grande capitalisation. Parmi les principaux marchés boursiers, le S&P 500 est le plus cher, dépassant d'un peu plus de la moitié d'un écart type la juste valeur, tandis que les marchés d'autres régions sont légèrement ou nettement inférieurs à leur estimation de juste valeur (page 48).

Les sept magnifiques occupent une part de marché importante et présentent des valorisations élevées

Un examen plus attentif des « sept magnifiques » est justifié en raison de leur influence sur l'indice boursier le plus populaire et le plus important du monde. Ces sept sociétés cotées en bourse qui sont les plus importantes aux États-Unis représentent 28 % de la pondération de l'indice S&P 500, une proportion qui a presque triplé au cours de la dernière décennie (figure 20). Ce qui est préoccupant, c'est que ces sociétés contribuent de façon beaucoup moins importante, à hauteur de seulement 16 %, aux bénéfices de l'indice S&P 500. Le ratio cours/bénéfice prévisionnel de ces sept magnifiques s'établit à 35,0 contre 20,5 pour le S&P 500, alors que si le S&P 500 exclut ces actions (s'il ne tient compte que des 493 autres sociétés), ce ratio est de 17,7, soit à presque 3 points de moins (figure 21).

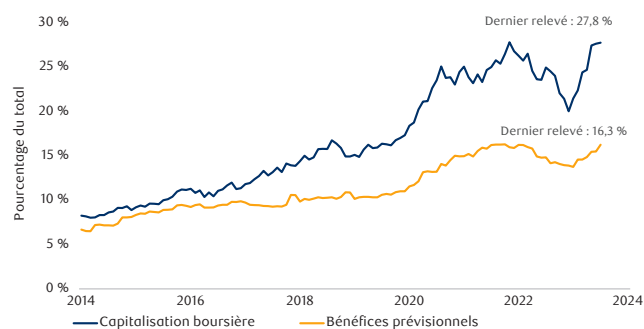
Nous avons procédé à une analyse du point d'équilibre afin de déterminer la vitesse à laquelle ces sociétés devraient faire croître leurs bénéfices pour justifier leurs prix élevés. La figure 22 détaille les hypothèses et les résultats de l'analyse qui compare deux tendances en matière de bénéfices. Une première colonne présente les bénéfices du S&P 500, excluant les sept magnifiques, dont la croissance suivrait sa tendance historique de 6,2 % sans l'influence de ces sept

Figure 19 : Indice composite des marchés boursiers mondiaux – Indices des marchés boursiers par rapport au point d'équilibre



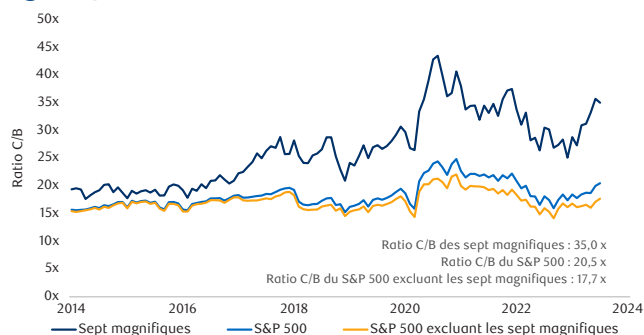
Nota : Au 31 août 2023. Source : RBC GMA

Figure 20 : Les « sept magnifiques » en pourcentage de l'indice S&P 500



Nota : Les sept magnifiques comprennent Apple, Microsoft, Google, Amazon, Nvidia, Tesla et Meta. Tesla a été ajoutée en décembre 2020 lorsqu'elle a été intégrée au S&P 500. Au 31 juillet 2023. Source : RBC GMA

Figure 21 : Ratio C/B prévisionnel des « sept magnifiques »



Nota : Les sept magnifiques comprennent Apple, Microsoft, Google, Amazon, Nvidia, Tesla et Meta. Tesla a été ajoutée en décembre 2020 lorsqu'elle a été intégrée au S&P 500. Au 31 juillet 2023. Source : RBC GMA

Figure 22 : Analyse du point d'équilibre : sept magnifiques contre S&P 500 excluant les sept magnifiques

Hypothèses pour l'étude

Au 31 juillet 2023

	S&P 500 excluant les sept magnifiques	Sept magnifiques
Cours	100,00	100,00
Ratio C/B	17,71	35,04
BPA tendanciel	187,30 \$	36,38 \$
Croissance des bénéfices tendanciels	6,19 %	17,93 %
Taux d'actualisation	6,35 %	6,35 %

Croissance des bénéfices requise pour justifier la prime des sept magnifiques

Au 31 juillet 2023

Années	Bénéfices du S&P 500 excluant les sept magnifiques	Bénéfices cumulatifs	Valeur actualisée des bénéfices cumulatifs (S&P 500 excluant les sept magnifiques)	Croissance des bénéfices nécessaire pour que les sept magnifiques rattrapent le reste du S&P 500 (données annualisées)
0	187,30 \$			
1	198,90 \$	198,90 \$	187,02 \$	446,7 %
2	211,22 \$	410,12 \$	373,78 \$	191,8 %
3	224,31 \$	634,43 \$	560,25 \$	121,1 %
4	238,20 \$	872,63 \$	746,46 \$	88,9 %
5	252,96 \$	1 125,59 \$	932,40 \$	70,7 %
6	268,63 \$	1 394,22 \$	1 118,06 \$	59,0 %
7	285,27 \$	1 679,48 \$	1 303,45 \$	50,8 %
8	302,94 \$	1 982,42 \$	1 488,57 \$	44,9 %
9	321,71 \$	2 304,13 \$	1 673,42 \$	40,3 %
10	341,64 \$	2 645,77 \$	1 858,01 \$	36,7 %
11	362,80 \$	3 008,57 \$	2 042,32 \$	33,8 %
12	385,27 \$	3 393,84 \$	2 226,36 \$	31,4 %
13	409,14 \$	3 802,98 \$	2 410,14 \$	29,3 %
14	434,49 \$	4 237,47 \$	2 593,64 \$	27,6 %
15	461,40 \$	4 698,87 \$	2 776,88 \$	26,1 %

Source : RBC GAM

enfants chéris de la technologie. On y retrouve en outre les données permettant d'établir le taux de croissance requis pour que les profits des sept magnifiques correspondent aux données de la première colonne sur un nombre d'années déterminé, actualisés au moyen d'un taux approprié. Il en résulte que, sur une période de 10 ans, les sept magnifiques devront augmenter leurs bénéfices de 36,7 % par an, soit un peu plus du double de la tendance historique pour ce groupe, afin de compenser le prix élevé payé pour leurs actions aujourd'hui par rapport aux autres sociétés du S&P 500. Les calculs démontrent que la barre est extrêmement élevée et que ces sociétés pourraient être

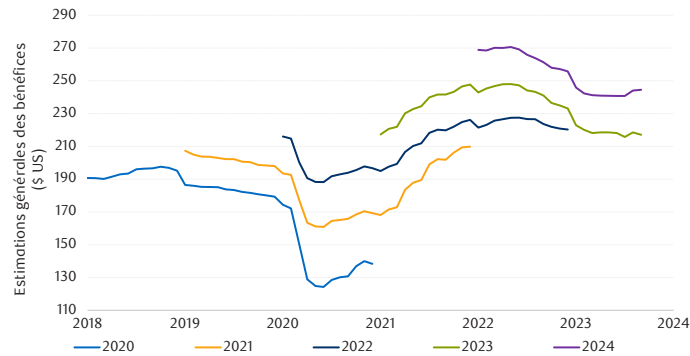
vulnérables si elles devaient décevoir les attentes élevées des investisseurs, ce qui pourrait peser lourdement sur les principaux indices boursiers.

Les analystes sont optimistes quant aux perspectives de bénéfices...

Les analystes ont été relativement optimistes quant aux perspectives des bénéfices des entreprises américaines. Les prévisions se sont stabilisées et ont même commencé à remonter légèrement au cours des derniers mois, car l'économie s'est mieux comportée que prévu après la baisse des bénéfices de l'an dernier (figure 23). Les analystes

Figure 23 : Indice S&P 500

Estimations générales des bénéfices



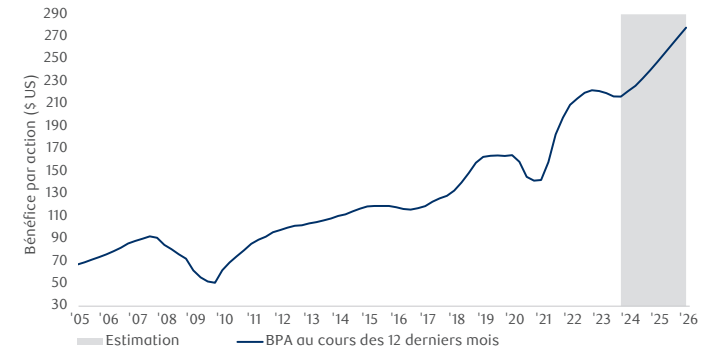
Nota : Au 31 août 2023. Sources : Bloomberg, RBC GMA

s'attendent maintenant à une croissance des bénéfices de l'indice S&P 500 de l'ordre de 1 % en 2023, suivie d'une reprise de l'ordre d'un peu plus de 10 % en 2024 et au-delà (figure 24).

...mais un ralentissement ou une contraction de l'économie devrait peser sur les bénéfices

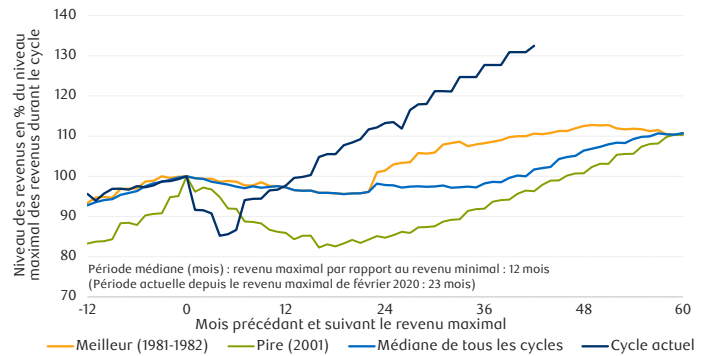
À notre avis, les analystes sont peut-être trop optimistes, étant donné qu'un ralentissement de l'économie associé à une baisse des marges bénéficiaires apportera probablement son lot de défis pour la croissance des bénéfices. Il faut reconnaître que la croissance des revenus a été extrêmement forte et que la reprise depuis la pandémie a atteint des records jusqu'à présent dans ce cycle, tant en ce qui concerne la rapidité avec laquelle les revenus ont remonté que ce qui concerne leur niveau (figure 25). Mais historiquement, la croissance des revenus a tendance à suivre de près la croissance du PIB nominal, ce qui laisse croire que si l'économie ralentit comme nous l'anticipons, la croissance des revenus diminuera et ceux-ci pourraient même diminuer brièvement (figure 26). De plus, les marges bénéficiaires sont descendues de leurs niveaux records pour revenir à leur tendance à long terme (figure 27), et il se peut qu'elles baissent encore, si l'on se fie aux tendances historiques. À mesure que les coûts continueront d'augmenter pour les sociétés et que la croissance des revenus ralentira, les marges bénéficiaires pourraient se resserrer davantage, ce qui se traduirait par une baisse des bénéfices.

Figure 24 : Indice S&P 500 – Bénéfice par action des sociétés au cours des 12 derniers mois



Nota : Au 25 août 2023. Nota : Les estimations sont fondées sur les prévisions générales ascendantes des analystes sectoriels. Sources : Thomson Reuters, RBC GMA

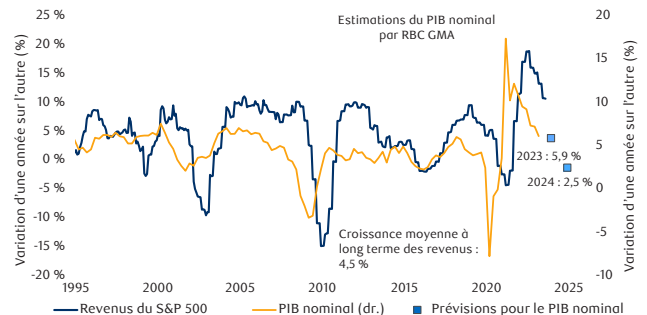
Figure 25 : Revenus du S&P 500



Nota : Au 31 août 2023. Les revenus maximaux sont tous associés à des périodes de récession. Source : RBC GMA

Figure 26 : États-Unis

Revenus du S&P 500 et PIB nominal



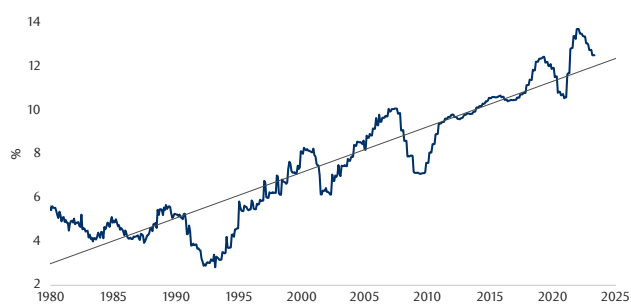
Nota : Au 31 août 2023. Sources : RBC MC, RBC GMA

De plus, les bénéfiques de l'indice S&P 500 sont aussi supérieurs à leur tendance à long terme et pourraient connaître une baisse beaucoup plus importante si nous entrons dans une récession classique (figure 28). Le simple fait de revenir à la tendance à long terme entraînerait un recul de 12 % par rapport aux niveaux actuels. Mais en période de récession, les profits ont tendance à être

inférieurs à la tendance. La figure 29 montre que les bénéfiques du S&P 500 ont chuté de 24 % en moyenne (une baisse d'au moins 12 % et d'au plus 50 %) au cours des 11 récessions qui ont eu lieu depuis le début des années 1950. Même la récession la plus modérée limiterait probablement les gains supplémentaires des actions, étant donné que les projections actuelles seraient fortement revues à la baisse.

Figure 27 : Indice S&P 500

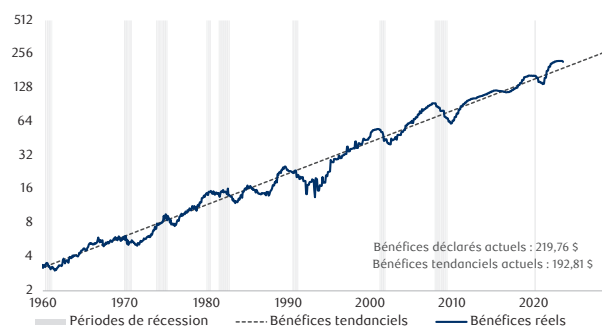
Marge nette



Nota : Données au 31 juillet 2023. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Figure 28 : Comparaison

Bénéfices de l'indice S&P 500



Nota : Au 31 août 2023. Sources : RBC GMA

Figure 29 : Bénéfice par action du S&P 500

Données sur les récessions

Date de début de la récession	Date du sommet des bénéfices	Date du creux des bénéfices	Date de remontée des bénéfices à leur sommet antérieur	Durée de la baisse des bénéfices (mois)	Sommet des bénéfices (\$)	Creux des bénéfices (\$)	Variation du BPA, du sommet au creux	Durée avant le retour des bénéfices au sommet (mois)	Bénéfices tendanciels (tendance exponentielle)	Différence entre le BPA réel et le BPA tendanciel au creux des bénéfices
Juillet 1953	déc. 1950	juin 1952	mai 1955	17	2,8	2,3	-17,6 %	53	2,0	17,8 %
Août 1957	févr. 1956	mars 1959	juin 1962	37	3,6	2,8	-23,4 %	76	3,1	-9,3 %
Avril 1960	juin 1960	juin 1961	juin 1962	12	3,6	3,0	-14,6 %	24	3,5	-14,5 %
Décembre 1969	févr. 1970	juill. 1971	déc. 1972	17	6,2	5,0	-18,4 %	34	6,8	-25,6 %
Novembre 1973	janv. 1975	févr. 1976	déc. 1976	12	9,6	7,6	-21,6 %	23	9,1	-17,0 %
Janvier 1980	juill. 1980	août 1981	janv. 1982	13	15,6	13,7	-11,9 %	18	13,0	6,0 %
Juillet 1981	août 1982	juill. 1983	oct. 1984	11	16,3	12,1	-25,8 %	26	14,7	-17,5 %
Juillet 1990	août 1989	avr. 1993	mars 1995	43	25,7	13,6	-46,9 %	67	27,4	-50,3 %
Mars 2001	nov. 2000	juin 2002	mai 2004	19	56,2	40,1	-28,7 %	42	49,4	-19,0 %
Décembre 2007	août 2007	nov. 2009	août 2011	26	94,3	61,5	-34,8 %	47	79,7	-22,8 %
Février 2020	août 2019	févr. 2021	août 2021	12	165,7	139,1	-16,0 %	24	164,2	-15,2 %
Statistiques agrégées										
Moyenne				20			-23,6 %	39		-15,2 %
Médiane				17			-21,6 %	34		-17,0 %
Max.				43			-11,6 %	76		17,8 %
Min.				11			-49,8 %	18		-50,3 %

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

Figure 30 : Prévisions de bénéfices et autres scénarios de valorisations et de résultats de l'indice S&P 500

	C/B	Prévisions générales			C/B	Prévisions générales	
		Prév. descendantes 2023	Prév. ascendantes 2023	En récession*		Prév. descendantes 2024	Prév. ascendantes 2024
		213,0 \$	2 18,7 \$	167,3 \$		230,0 \$	243,5 \$
+1 écart type	21,7	4 626,3	4 749,2	3 632,6	22,6	5 203,1	5 508,2
+0,5 écart type	19,5	4 153,8	4 264,1	3 261,6	20,3	4 671,6	4 945,6
Équilibre	17,3	3 681,3	3 779,0	2 890,6	18,0	4 140,2	4 383,0
-0,5 écart type	15,1	3 208,8	3 294,0	2 519,6	15,7	3 608,8	3 820,4
-1 écart type	12,8	2 736,3	2 808,9	2 148,6	13,4	3 077,4	3 257,9

Nota : * Bénéfices pour la période des 12 derniers mois terminée en juillet 2023 moins 25 % (baisse moyenne des bénéfices au cours d'une récession). Au 31 août 2023. Sources : Bloomberg, Thomson Reuters, RBC GMA

L'analyse des scénarios pour les actions laisse entrevoir peu d'attrait en matière de rapport risque-rendement

Nous jugeons qu'il est utile d'envisager divers scénarios pour évaluer les risques de baisse et de hausse potentiels des actions sur la base d'hypothèses raisonnables. Compte tenu du niveau auquel l'indice S&P 500 se négocie au moment de la rédaction du présent rapport, les hausses semblent limitées et les baisses potentielles beaucoup plus importantes. La figure 30 présente diverses combinaisons de ratios cours-bénéfice et de bénéfices illustrant d'éventuels résultats de l'indice S&P 500 d'ici la fin de l'année et en 2024. Si le marché se négocie au niveau d'équilibre du ratio C/B de nos modèles (le niveau compatible avec les taux d'intérêt et d'inflation actuels et prévus), le S&P 500 devrait enregistrer de légères pertes au cours de l'année à venir. Mais si le

marché se négocie à un peu plus de la moitié de l'écart type au-dessus du point d'équilibre, où il a eu tendance à se négocier pendant la majeure partie de la dernière décennie, et si les bénéfices sont conformes aux prévisions générales des analystes, le S&P 500 pourrait grimper jusqu'à 5000 d'ici la fin de l'année prochaine, ce qui correspond à un rendement total de près de 13 % au cours des 15 prochains mois. Ce scénario positif, bien qu'il ne soit pas inconcevable, exigerait un certain nombre de conditions pour se concrétiser, notamment que l'économie évite la récession, que l'inflation revienne au taux cible, que les banques centrales assouplissent les taux d'intérêt et que les investisseurs restent très optimistes. En revanche, si l'économie se replie et que les bénéfices correspondent à la moyenne observée lors des récessions antérieures, les reculs du marché pourraient raisonnablement s'établir entre 20 % et 30 %.



Styles : la croissance des sociétés américaines à grande capitalisation a dominé jusqu'à maintenant en 2023

La position dominante de la croissance des sociétés à grande capitalisation est revenue en force cette année, principalement en raison du rendement exceptionnel des sept magnifiques. Par conséquent, les sociétés à petite et moyenne capitalisation ont été à la traîne tout comme la valeur des actions de toutes les tailles par rapport à l'ensemble du marché (figures 31 et 32). Les investisseurs privilégient souvent les sociétés de croissance à grande capitalisation pour leur stabilité et leur capacité éprouvée à accroître constamment leurs bénéfices, même en période d'incertitude macroéconomique accrue et d'affaiblissement des perspectives économiques, et les sept magnifiques présentent ces caractéristiques. Cela dit, nous demeurons prudents en ce qui concerne la concentration accrue du marché et les valorisations élevées des actions de croissance de sociétés à grande capitalisation. Nous préférons que l'on accorde moins d'importance aux sept magnifiques pour les gains du marché, et que l'on nous fournisse davantage de preuves d'une participation accrue des sociétés à petite et moyenne capitalisation afin de nous assurer que l'économie repose sur des bases solides.

À plus long terme, d'un point de vue régional, les actions américaines ont généralement surpassé les marchés internationaux depuis la crise financière de 2009. Toutefois,

les rendements supérieurs des titres américains semblent aller et venir en cycles sur plusieurs années, et les tendances en matière de vigueur relative sont assez semblables, que ce soit au Canada, sur les marchés émergents ou en Europe par rapport aux États-Unis (figures 33 à 35). Dans les années qui ont suivi le sommet de la bulle technologique de la fin des années 1990, les marchés internationaux ont affiché des rendements supérieurs pendant près d'une décennie. Bien qu'il soit difficile de prévoir à quel moment auront lieu ces changements dans des tendances à long terme, nous pensons approcher d'un point où la marée pourrait changer, surtout si les sept magnifiques devaient s'affaiblir.

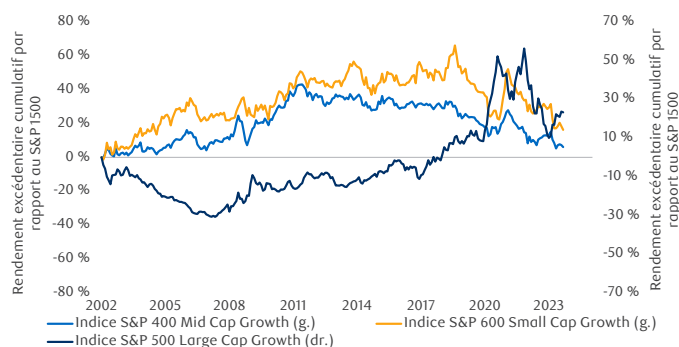
Composition de l'actif – conserver une position neutre

Si l'économie mondiale fait face à divers obstacles, le resserrement rapide des conditions financières est le plus important d'entre eux. Bien qu'une multitude de résultats est possible et que certains scénarios pourraient se solder par un résultat positif, notre hypothèse de base est que l'économie entrera en récession à un moment ou un autre sur un horizon d'un an, ce qui incitera les banques centrales à commencer à réduire les taux d'intérêt au début de l'année prochaine.

Dans un tel contexte, les rendements attendus pour les titres à revenu fixe sont particulièrement attrayants. Ainsi, le rendement auquel peut raisonnablement s'attendre un investisseur sur des obligations du Trésor à 10 ans à

Figure 31 : Rendement des titres de croissance

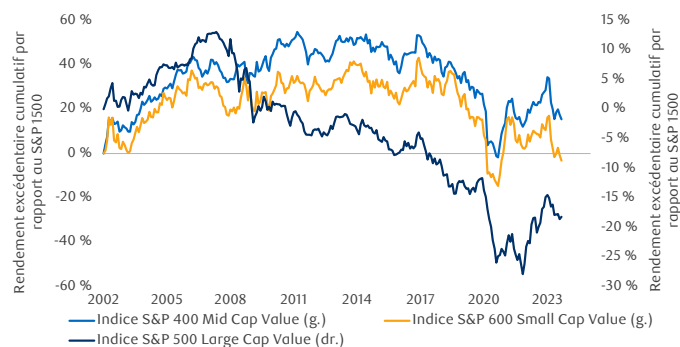
Indices de croissance S&P



Nota : Au 31 août 2023. Sources : Indices S&P Dow Jones, Bloomberg, RBC GMA

Figure 32 : Rendement des titres de valeur

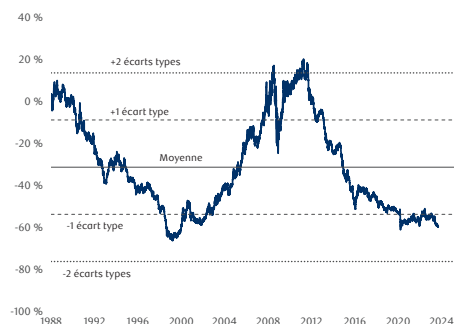
Indices de valeur S&P



Nota : Au 31 août 2023. Sources : Indices S&P Dow Jones, Bloomberg, RBC GMA

Figure 33 : Rendement relatif

Indice composé de rendement global S&P/TSX TR USD c. indice S&P 500 TR USD



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

Figure 34 : Rendement relatif

Indice MSCI Emerging Markets TR USD c. indice S&P 500 TR USD



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

Exhibit 35: Rendement relatif

Indice MSCI Europe TR USD c. indice S&P 500 TR USD

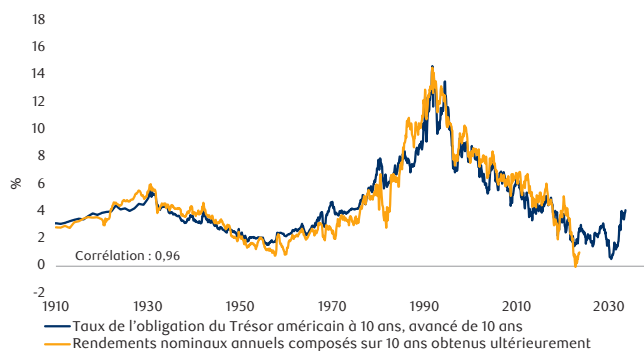


Nota : Au 31 août 2023. Sources : Bloomberg, RBC GMA, RBC GAM

long terme correspond au rendement à l'échéance actuel (figure 36). Ce taux est maintenant de 4,1 %, comparativement à 1,5 % au début de 2022. Ce point de départ plus élevé des taux signifie que les obligations d'État devraient offrir une meilleure protection contre la volatilité des marchés boursiers dans un portefeuille équilibré. Mais cela signifie également que les rendements potentiels à court terme pourraient s'établir entre 5 % et 10 %, voire jusqu'à 15 %, si les taux d'intérêt devaient chuter rapidement au cours d'une récession.

Les actions seraient vulnérables en cas de ralentissement économique à court terme, car toute baisse des bénéfices des entreprises pourrait peser sur les cours boursiers. Bien que nous soyons plus prudents à court terme, nous

Figure 36 : Obligation du Trésor américain à 10 ans et rendements



Nota : Au 31 août 2023. Sources : Deutsche Bank, Macrobond, RBC GMA

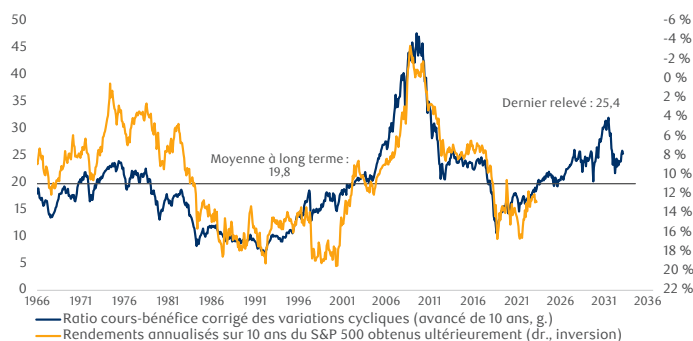


ne perdons pas de vue le potentiel de rendement supérieur qu'offrent les actions à long terme. La figure 37 illustre le lien entre les rendements de l'indice S&P 500 sur 10 ans et le ratio Shiller cours-bénéfice corrigé des variations cycliques. Le graphique indique que les évaluations actuelles de l'indice S&P 500 correspondent à des rendements annuels de près de 7 % au cours de la prochaine décennie. Ce taux est en baisse par rapport aux 10 % prévus à la fin de l'année dernière, mais il demeure beaucoup plus élevé que les 4 % prévus à la fin de 2021 et au début de 2022.

En soupesant les risques et les occasions ainsi que les perspectives à court et à long terme, nous ne croyons pas que la conjoncture justifie de prendre des risques importants dans les portefeuilles pour le moment. La plus-value des actions demeure légèrement plus élevée par rapport aux obligations, mais elle se situe maintenant à son niveau le plus bas depuis près de deux décennies (figure 38). Nous avons abaissé la surpondération des actions au cours

des 18 derniers mois, car les risques de récession se sont accrus et nous avons utilisé le produit pour réduire notre sous-pondération des obligations à mesure que les taux ont augmenté. Nous avons complètement éliminé nos expositions au risque tactiques lors du dernier trimestre, pour que la composition de l'actif soit conforme à notre position neutre stratégique. Ce trimestre, nous maintenons cette position neutre. Pour être plus optimistes quant aux perspectives macroéconomiques et à l'aise de prendre plus de risques dans la composition de l'actif, nous souhaitons voir un élargissement des titres participant à la reprise du marché boursier, une amélioration des indicateurs économiques précurseurs ou un assouplissement de la politique monétaire. À l'heure actuelle, la répartition de l'actif recommandée pour un investisseur mondial équilibré se situe à nos positions neutres stratégiques de 60 % en actions, 38 % en obligations et 2 % en liquidités. La répartition de l'actif des fonds ou des portefeuilles de clients peut différer en fonction des politiques de placement individuelles.

Figure 37 : Ratio Shiller cours-bénéfice corrigé des variations cycliques – Indice S&P 500 réel/moyenne sur 10 ans du BPA réel



Nota : Au 31 août 2023. Sources : Macrobond, Bloomberg, RBC GMA

Figure 38 : Prime de risque des actions américaines Ratio bénéfice/cours du S&P 500 – taux des titres du Trésor américain à 10 ans

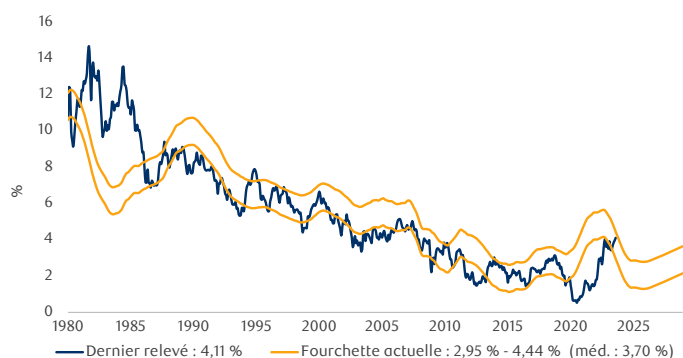


Nota : Au 31 août 2023. Sources : RBC GMA, RBC MC

Marchés mondiaux des titres à revenu fixe

États-Unis : taux des obligations du Trésor à 10 ans

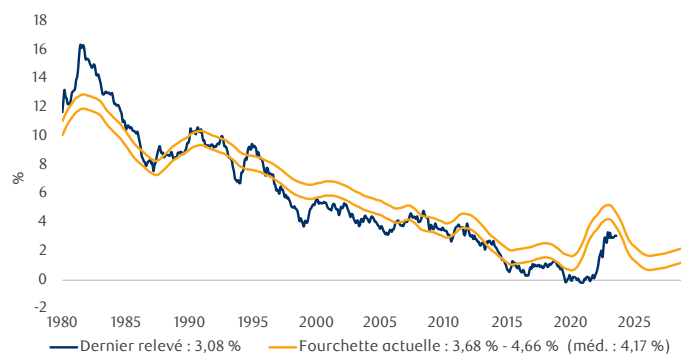
Fourchette d'équilibre



Nota : Au 31 août 2023. Sources : RBC GMA, RBC MC

Zone euro : taux de l'obligation à 10 ans

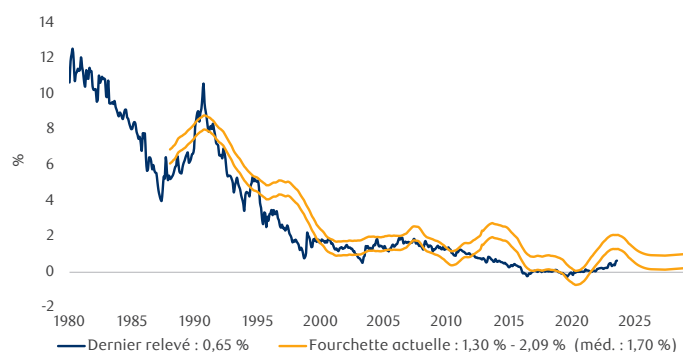
Fourchette d'équilibre



Nota : Au 31 août 2023. Sources : RBC GMA, RBC MC

Japon : taux de l'obligation à 10 ans

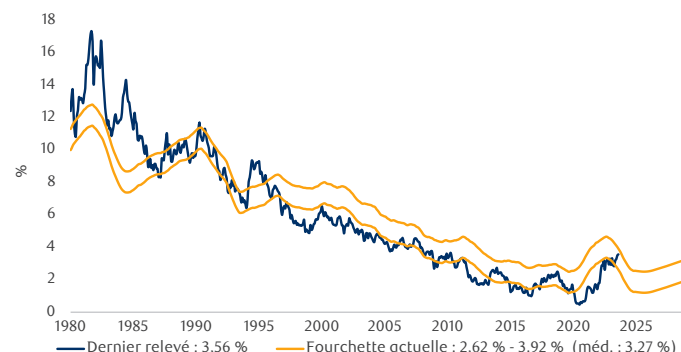
Fourchette d'équilibre



Nota : Au 31 août 2023. Sources : RBC GMA, RBC MC

Canada : taux de l'obligation à 10 ans

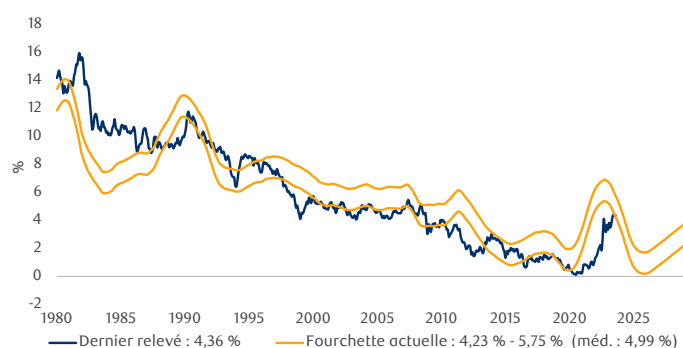
Fourchette d'équilibre



Nota : Au 31 août 2023. Sources : RBC GMA, RBC MC

Royaume-Uni : taux de l'obligation à 10 ans

Fourchette d'équilibre



Nota : Au 31 août 2023. Sources : RBC GMA, RBC MC

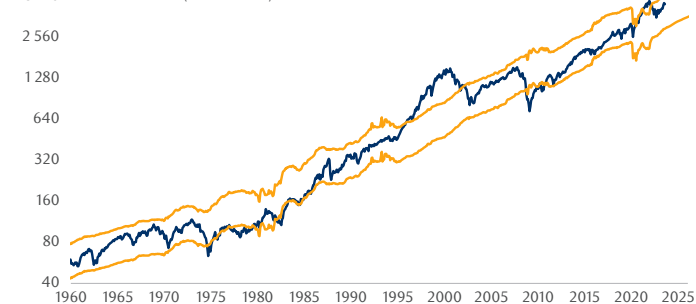
« À notre avis, le potentiel de rendement pour les investisseurs en obligations s'est amélioré, et le risque de pertes en capital est limité en cas de baisse des taux dans un contexte de risques pour l'économie mondiale. »

Marché mondial des actions

S&P 500 : niveau d'équilibre

Valorisations et bénéfices normalisés

10 240 Août 2023, fourchette : 2 978 – 5 330 (méd. : 4 154)
 5 120 Août 2024, fourchette : 3 254 – 5 824 (méd. : 4 539)
 Niveau actuel (31 août 2023) : 4 508

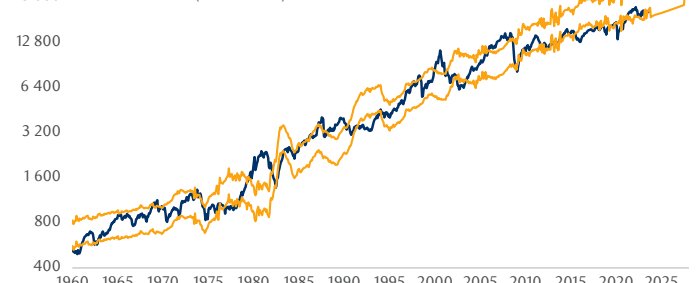


Nota : Au 31 août 2023. Sources : RBC GMA

Indice composé S&P/TSX : niveau d'équilibre

Valorisations et bénéfices normalisés

51 200 Août 2023 fourchette : 20 766 – 30 843 (méd. : 25 805)
 25 600 Août 2024, fourchette : 19 665 – 29 209 (méd. : 24 437)
 Niveau actuel (31 août 2023) : 20 293

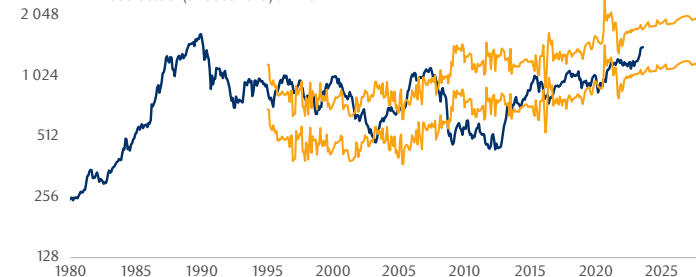


Nota : Au 31 août 2023. Source : RBC GMA

Japon : indice MSCI

Valorisations et bénéfices normalisés

4 096 Août 2023, fourchette : 1 048 – 1 755 (méd. : 1 401)
 2 048 Août 2024, fourchette : 1 088 – 1 822 (méd. : 1 455)
 Niveau actuel (31 août 2023) : 1 425



Nota : Au 31 août 2023. Source : RBC GMA

Zone euro : indice MSCI

Valorisations et bénéfices normalisés

448 Août 2023, fourchette : 137 – 248 (méd. : 193)
 224 Août 2024, fourchette : 147 – 266 (méd. : 206)
 Niveau actuel (31 août 2023) : 154

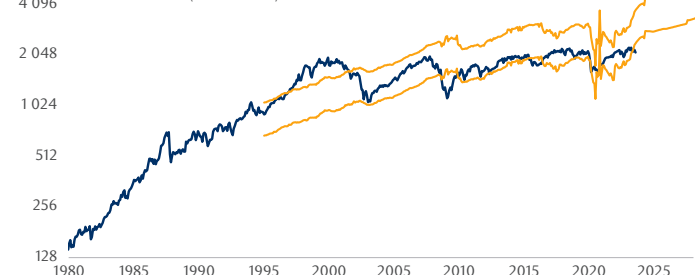


Nota : Au 31 août 2023. Source : RBC GMA

Royaume-Uni : indice MSCI

Valorisations et bénéfices normalisés

8 192 Août 2023, fourchette : 2 402 – 3 778 (méd. : 3 090)
 4 096 Août 2024, fourchette : 2 833 – 4 456 (méd. : 3 645)
 Niveau actuel (31 août 2023) : 2 120

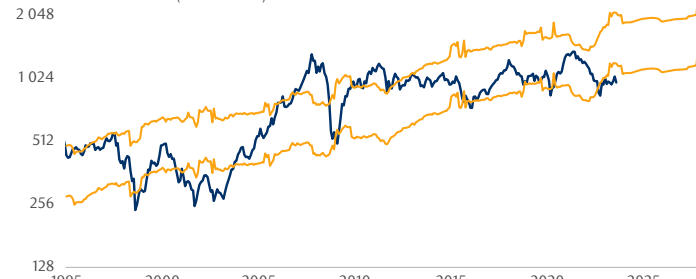


Nota : Au 31 août 2023. Source : RBC GMA

Marchés émergents : indice MSCI

Valorisations et bénéfices normalisés

4 096 Août 2023, fourchette : 1 207 – 2 108 (méd. : 1 658)
 2 048 Août 2024, fourchette : 1 105 – 1 931 (méd. : 1 518)
 Niveau actuel (31 août 2023) : 980



Nota : Au 31 août 2023. Source : RBC GMA



Marchés mondiaux des titres à revenu fixe



Soo Boo Cheah, MBA, CFA

Premier gestionnaire
de portefeuille
RBC Global Asset
Management (UK) Limited



Joanne Lee, MFin, CFA

Première gestionnaire
de portefeuille
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.



Taylor Self, MBA, CFA

Gestionnaire de portefeuille
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

Les perspectives des investisseurs en obligations semblent s'améliorer, les taux les plus élevés depuis 15 ans constituant un contexte favorable aux rendements des titres à revenu fixe au cours de l'année à venir.

Les obligations d'État américaines ont dégagé un rendement d'un peu plus de 3,0 % au cours des dix derniers mois, période au cours de laquelle les taux des obligations à dix ans n'ont pratiquement pas varié. Au cours des 12 prochains mois, nous prévoyons des rendements entre 5 % et 10 %, car les rendements sont accrus par la hausse des prix des obligations dans un contexte où l'inflation continue de ralentir et où les banques centrales semblent prêtes à amorcer l'abaissement des taux d'intérêt.

Selon nous, la menace d'une récession, qu'elle se concrétise ou non, incitera les banques centrales à réduire leurs taux d'intérêt au cours de la prochaine année. En outre, l'inflation redescend déjà pour se rapprocher de la cible de 2 % des banquiers centraux, ce qui milite en faveur d'une réduction des taux directeurs. Bien que nous prédisions une récession depuis la fin de 2022, celle-ci ne s'est pas matérialisée en raison d'une croissance bien plus forte que prévu aux États-Unis, qui a dynamisé les marchés boursiers et incité les banques centrales à poursuivre le relèvement des taux d'intérêt, même après une brève pause au printemps.

Pourquoi la croissance a-t-elle été aussi robuste ?

La première raison est que nous avons sous-estimé le plein effet des mesures de relance budgétaire et l'incidence de l'épargne accumulée dans la plupart des pays développés au cours de la pandémie. Les mesures de relance budgétaire ont été réduites, mais les incitatifs liés à la loi Inflation Reduction Act des États-Unis et les subventions dans le secteur de l'énergie dans la zone euro ont stimulé la croissance beaucoup plus que prévu.

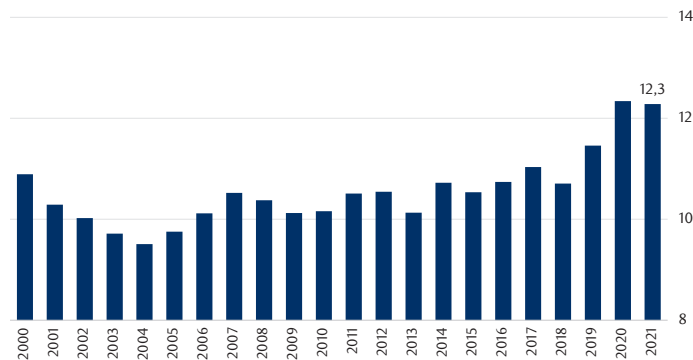
Les gouvernements ont aussi mis beaucoup de temps à réduire les dépenses liées à la pandémie, et les consommateurs étaient très désireux de dépenser l'épargne accumulée. Habituellement, les consommateurs augmentent leur taux d'épargne pendant un moment après un ralentissement marqué de l'économie, en raison de leur perspective prudente à l'égard du monde. Ils ont plutôt dépensé leurs économies, et plus encore. Pour leur part, les gouvernements ont fait peu d'efforts pour réduire leurs propres dépenses et les déficits budgétaires restent remarquablement élevés.

Autre raison pour laquelle une récession a été évitée jusqu'à présent : l'économie semble moins sensible que dans le passé à la hausse des taux d'intérêt. Aux États-Unis, les sociétés ont profité des taux peu élevés pour s'assurer de bénéficier de coûts d'emprunt bas pendant des périodes exceptionnellement longues (figure 1), et les ménages contractent généralement des emprunts hypothécaires de très longue durée. Même la durée des prêts-auto a considérablement augmenté et peut maintenant atteindre dix ans.

Cela signifie que les coûts d'emprunt des entreprises et des ménages augmentent beaucoup plus lentement, étant donné qu'une plus petite partie de leur dette est renouvelée chaque année. L'incidence des hausses de taux d'intérêt est donc répartie sur une plus longue période et leur effet est atténué par la croissance des bénéfices (des entreprises) et des revenus (des ménages). Les reports de paiement accordés par les prêteurs ont aussi surpris. Au Canada, de grandes banques ont permis à certains emprunteurs hypothécaires de prolonger les périodes d'amortissement de plusieurs décennies afin de maintenir les versements à des niveaux raisonnables.

L'assouplissement quantitatif a aussi réduit la sensibilité de l'économie au relèvement des taux en diminuant les placements en obligations des banques et, par conséquent, leur exposition aux pertes liées à la hausse des taux d'intérêt.

Figure 1 : Émissions de titres de créance exceptionnellement longs en période de faibles taux
Obligations, durée moyenne pondérée jusqu'à l'échéance (années)



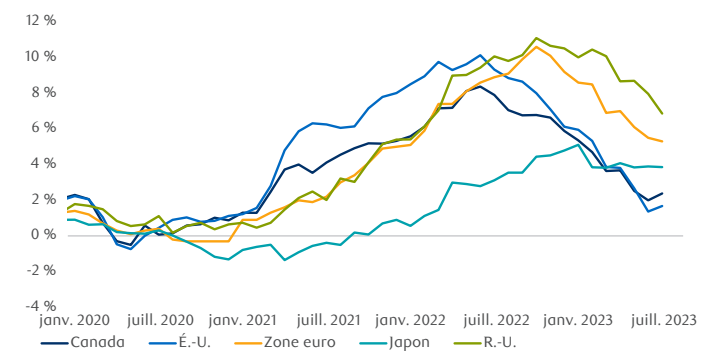
Nota : Données au 31 décembre 2021. Source : Indice Bloomberg Barclays U.S. Corporate Bond

Grâce à des placements plus modestes en obligations, les banques ont été en mesure de mieux soutenir leurs activités de prêt que si leurs placements en obligations avaient été plus importants. Certes, la faillite de plusieurs banques américaines d'importance indique que le recul des portefeuilles d'obligations a encore eu une incidence cette fois-ci, mais en l'absence de l'assouplissement quantitatif, la situation aurait été bien pire.

Nous restons d'avis que le rythme rapide et l'ampleur considérable des hausses de taux d'intérêt au cours des 18 derniers mois suffiront à ramener l'inflation à 2 % et à entraîner un ralentissement de l'activité économique. À mesure que les effets décalés de la politique monétaire commencent à se faire sentir, nous observons déjà des signes de ralentissement de l'économie. L'inflation s'est sensiblement apaisée, et les risques d'un resserrement monétaire exagéré sont bien plus élevés aujourd'hui.

Même si l'inflation reste supérieure à 2 %, son taux est moins élevé qu'au milieu de 2022, alors que les prix augmentaient à leur rythme le plus rapide depuis les années 1980 (figure 2). La vigueur du marché du travail, qui représente, selon les banques centrales, un facteur clé lié au risque d'une inflation obstinément trop élevée, s'est aussi atténuée. Pour leur part, les consommateurs et les entreprises devraient aussi ressentir le plein effet des hausses de taux. Les versements des Canadiens titulaires d'un emprunt hypothécaire

Figure 2 : Ralentissement de l'inflation – Données ajustées pour tenir compte des différences entre les pays lors du calcul de l'inflation



Nota : Données au 30 août 2023. Source : Bureaux nationaux de statistique

pourraient augmenter de 20 % ou même davantage lorsqu'ils renouvelleront ces emprunts.

Dans l'ensemble, nous croyons que la période de résilience économique soutenue et de taux directeurs très élevés prendra fin en 2024, et ce point de vue est conforme aux indicateurs du marché obligataire. L'inversion de la courbe de rendement témoigne de la conviction des investisseurs qu'un ralentissement économique est imminent et qu'il est peu probable que les taux directeurs restent élevés. Le fait que les banques centrales aient relevé les taux d'intérêt de centaines de points de base au cours de la dernière année reflète le caractère marqué de l'inversion, étant donné que les taux des obligations à long terme sont demeurés inchangés (figure 3).

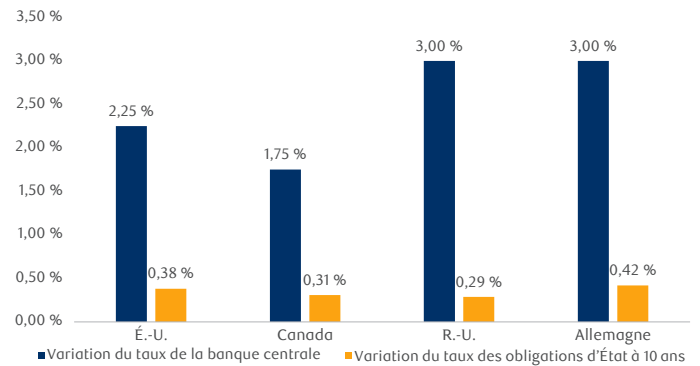
Les inversions de la courbe de rendement, lorsque les taux des obligations à long terme sont inférieurs aux taux des obligations à court terme, ont laissé présager chaque récession aux États-Unis depuis 1945, et il est peu probable qu'il en soit autrement cette fois-ci. Habituellement, l'inversion de la courbe de rendement se produit entre six mois et deux ans avant le début d'une récession. Or, la courbe de rendement est inversée depuis juillet dernier, à peine six mois après la première hausse de taux par la Réserve fédérale américaine (Fed). Selon les données historiques, il est probable qu'une récession survienne au cours de la prochaine année.

Selon nous, la plupart des banques centrales ont probablement décrété leurs dernières hausses de taux. Nous pensons que le ralentissement de la montée des prix et le regain d'équilibre du marché du travail donneront aux décideurs la confiance nécessaire pour abaisser des taux directeurs très restrictifs, ce qui dynamisera les rendements des obligations. Au cours de la prochaine année, le thème dominant sur le marché obligataire sera probablement le sommet des taux directeurs et obligataires. Selon la plupart de nos paramètres d'évaluation, les obligations sont bon marché et nous prévoyons que les rendements au cours de la prochaine année seront bien soutenus par les revenus d'intérêts et la hausse des cours, alors que les banques centrales amorceront la réduction des taux directeurs.

Certains investisseurs ont de bonnes raisons de craindre que l'incidence à long terme du piètre état des finances publiques nuise aux obligations, et que les investisseurs exigent des rendements plus élevés en contrepartie du risque plus élevé

Figure 3 : Les taux des obligations d'État n'ont pas augmenté de pair avec les taux directeurs

Variations respectives depuis octobre 2022



Nota : Données au 30 août 2023. Source : Bloomberg

de défaut. Comme nous l'avons mentionné précédemment, les déficits des gouvernements demeurent très importants dans la plupart des pays.

Nous écrivons au sujet de ce risque depuis un certain temps déjà. La situation budgétaire dans de nombreux pays semble particulièrement précaire par rapport aux données historiques. Ainsi, aux États-Unis, la dette publique par rapport à la taille de l'économie devrait croître rapidement jusqu'au milieu du siècle. Cette tendance pourrait inciter les investisseurs à faire des comparaisons avec la crise de la dette européenne du début des années 2010. Selon nous, la situation aux États-Unis est bien différente. Au pays de l'OnCLE Sam, le fardeau fiscal est très léger, et contrairement aux pays européens qui ont été confrontés à des frais d'intérêts énormes et qui étaient déjà fortement imposés, les États-Unis disposent d'une marge de manœuvre considérable pour accroître leurs revenus et rajuster l'assiette fiscale pour tenir compte de l'expansion de l'empreinte gouvernementale.

Dans l'ensemble, nous croyons que les préoccupations concernant les déficits publics des pays développés sont exagérées. Bien que la dette et les déficits publics soient préoccupants, les taux obligataires sont davantage susceptibles d'être touchés au cours de la prochaine année par le ralentissement de l'inflation et de la croissance que par les préoccupations à long terme concernant la probité budgétaire.

Orientation des taux



Nous nous attendons à ce que la fourchette cible du taux des fonds fédéraux se situe entre 4,50 % et 4,75 % dans un an, et à ce que le taux des obligations du Trésor américain à dix ans recule, passant de son niveau actuel de 4,30 % à 3,50 %.

États-Unis

En juillet, la Fed a relevé la fourchette cible du taux des fonds fédéraux pour l'établir entre 5,25 % et 5,50 %, après s'être abstenue de modifier les taux en juin. Cette décision de la Fed était conforme à notre opinion, selon laquelle l'inflation était encore trop élevée et le marché du travail, trop serré. Nous ne prévoyons qu'une seule hausse de plus de la part des décideurs pour le cycle actuel, probablement en novembre. La chute de l'inflation, malgré le rythme de croissance économique remarquablement soutenu, signifie que le risque d'un resserrement monétaire exagéré est maintenant plus élevé. Bien que le recul de l'inflation devrait éliminer la nécessité d'un resserrement beaucoup plus prononcé, la robustesse de la croissance signifie que la Fed maintiendra probablement les taux à des niveaux élevés jusqu'au milieu de l'année prochaine, avant d'amorcer l'abaissement des taux. Au moment d'écrire ces lignes, les taux des obligations à long terme aux États-Unis augmentaient rapidement, en raison des craintes concernant les perspectives budgétaires défavorables dans ce pays.

Comme nous l'avons déjà mentionné, bien que les perspectives budgétaires à long terme soient mauvaises, nous croyons que le gouvernement américain dispose d'une marge de manœuvre considérable pour accroître ses revenus grâce à des hausses d'impôt. Les décideurs pourraient, bien sûr, réduire les dépenses pour les ramener à un niveau plus conforme aux niveaux d'avant la pandémie. Chaque fois que de tels rajustements se produisent, ils sont susceptibles d'entraver la croissance à court et à moyen terme, faisant diminuer les taux et grimper les prix des obligations. Nous nous attendons à ce que la fourchette cible du taux des fonds fédéraux se situe entre 4,50 % et 4,75 % dans un an, et à ce que le taux des obligations du Trésor américain à dix ans recule, passant de son niveau actuel de 4,30 % à 3,50 %.





Nous prévoyons que la BCE ne décrètera plus qu'une hausse de taux, à 4,00 %, avant de ramener les taux à 3,25 % à compter du milieu de l'année prochaine.

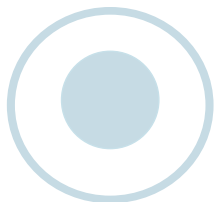
Zone euro

La Banque centrale européenne (BCE) a relevé les taux d'intérêt de 0,25 % à chacune de ses réunions de juin et de juillet pour porter le taux des dépôts à 3,75 %. La forte demande d'obligations d'État européennes, en particulier celles de pays fiscalement plus faibles comme l'Italie, a incité les décideurs à se concentrer sur la maîtrise de l'inflation. Celle-ci reste bien trop élevée, mais la désinflation semble avoir fait son apparition dans la majeure partie de la zone euro. Il semble que le cycle actuel de relèvement des taux en Europe pourrait prendre fin beaucoup plus tôt que ne le prévoyaient la plupart des investisseurs.

Pas plus tard qu'en mai, les investisseurs croyaient que les taux directeurs à long terme d'Europe pourraient grimper aussi haut que ceux des États-Unis. Nous ne pensons pas que ce scénario se concrétiserait, étant donné que le potentiel de croissance économique de l'Europe est vraisemblablement beaucoup plus modeste que celui des États-Unis et que la région exige par conséquent des taux directeurs moins élevés de la part de la banque centrale. L'économie européenne est aussi plus sensible à la hausse des coûts d'emprunt que celle des États-Unis, ce qui nous porte à croire que le ralentissement économique pourrait se produire plus rapidement et être plus prononcé. Au cours des six derniers mois, l'économie allemande a donné des signes de faiblesse, s'étant contractée deux trimestres de suite. L'activité manufacturière est aussi remarquablement faible, en partie en raison de l'absence du rebond attendu de la croissance chinoise, et l'activité des services semble maintenant susceptible de ralentir. Par ailleurs, les craintes que les taux élevés de syndicalisation en Europe ne fassent grimper l'inflation en raison d'importantes ententes salariales semblent infondées.

Nous prévoyons que la BCE ne décrètera plus qu'une hausse de taux, à 4,00 %, avant de ramener les taux à 3,25 % à compter du milieu de l'année prochaine. Dans ce contexte, nous prévoyons que le taux des obligations d'État allemandes à dix ans atteindra 2,60 %.





Nous prévoyons un resserrement accru de la politique monétaire au cours de la prochaine année, et l'augmentation du taux du financement à un jour par-dessus la barre de 0 % pour la première fois depuis 2016, à 0,10 %.

Japon

La Banque du Japon a surpris les marchés en resserrant sa politique monétaire à sa réunion de juillet, conformément à nos attentes d'un éventuel durcissement de sa politique monétaire exceptionnellement accommodante. Contrairement à ses homologues des marchés développés, qui ont resserré leurs politiques au rythme le plus rapide depuis des décennies, la Banque du Japon s'était abstenue, jusqu'à juillet, de procéder à un resserrement marqué. Contrairement à ce qui s'est passé dans les autres pays, l'inflation au Japon n'a pas ralenti. En raison de la plus longue période d'inflation persistante et de l'inflation la plus élevée depuis les années 1990, les anticipations inflationnistes s'intensifient rapidement, augmentant le risque que la hausse des prix puisse s'enraciner à un taux plus élevé que ne le souhaite la Banque du Japon.

Les changements apportés à la politique de contrôle de la courbe de rendement de la Banque du Japon, qui depuis huit ans a maintenu l'écart entre les taux à court terme et à long terme dans une fourchette étroite, pourraient avoir d'importantes répercussions sur les marchés obligataires mondiaux. Grâce à ces rajustements, les taux d'intérêt japonais ont pu augmenter, rendant les obligations étrangères moins attrayantes pour les investisseurs nippons et supprimant possiblement un important acheteur d'obligations mondiales. En fait, les investisseurs japonais ont été de grands vendeurs d'obligations étrangères pendant un certain temps, en raison des coûts de couverture de la monnaie punitifs, et ils se sont rendu compte que les taux d'intérêt au Japon ne pouvaient rester éternellement près de zéro. Nous prévoyons un resserrement accru de la politique monétaire au cours de la prochaine année, et l'augmentation du taux du financement à un jour par-dessus la barre de 0 % pour la première fois depuis 2016, à 0,10 %. Le taux des obligations d'État japonaises à dix ans devrait aussi augmenter, passant de 0,60 % au moment d'écrire ces lignes à environ 0,75 %.





Nous prévoyons que le taux directeur atteindra 5,0 % en 2023, avant que la BdC ne l'abaisse à 4,25 % en 2024.

Selon nous, le taux des obligations d'État canadiennes à dix ans chutera à 3,00 % au cours des 12 prochains mois.

Canada

Après avoir interrompu le relèvement des taux d'intérêt pendant cinq mois, la Banque du Canada s'est remise à hausser son taux directeur en juin et juillet, portant celui-ci à 5 % pour la première fois depuis 2001. La vigueur de la demande et la persistance de l'inflation, attribuables en grande partie à la croissance démographique solide, ont motivé cette décision. La Banque du Canada ne s'attend pas à ce que l'inflation revienne à sa cible de 2 % avant le milieu de 2025, soit environ deux trimestres plus tard que ce qu'elle prévoyait en avril. L'immigration, la vigueur des marchés du travail et l'épargne des ménages accumulée pendant la pandémie continuent de soutenir la forte demande et contribuent à compenser la montée de l'inflation et des taux hypothécaires. Cela dit, les dépenses de consommation diminuent à mesure que les coûts du service de la dette augmentent, une tendance qui se poursuivra et qui devrait même s'accélérer. Le resserrement des conditions de crédit et les perspectives de ralentissement de la croissance économique commencent à entraver les investissements des entreprises. Nous prévoyons que le taux directeur demeurera à 5,0 % pour le reste de 2023. En 2024, nous nous attendons à ce que la banque centrale réduise son taux directeur à 4,25 % d'ici l'automne. Selon nous, le taux des obligations d'État canadiennes à dix ans s'établira à 3,00 % au cours des 12 prochains mois.



Nous prévoyons que le taux d'intérêt directeur britannique glissera à 5,25 % au cours des 12 prochains mois et que le taux des obligations à dix ans chutera à 4,25 %.

Royaume-Uni

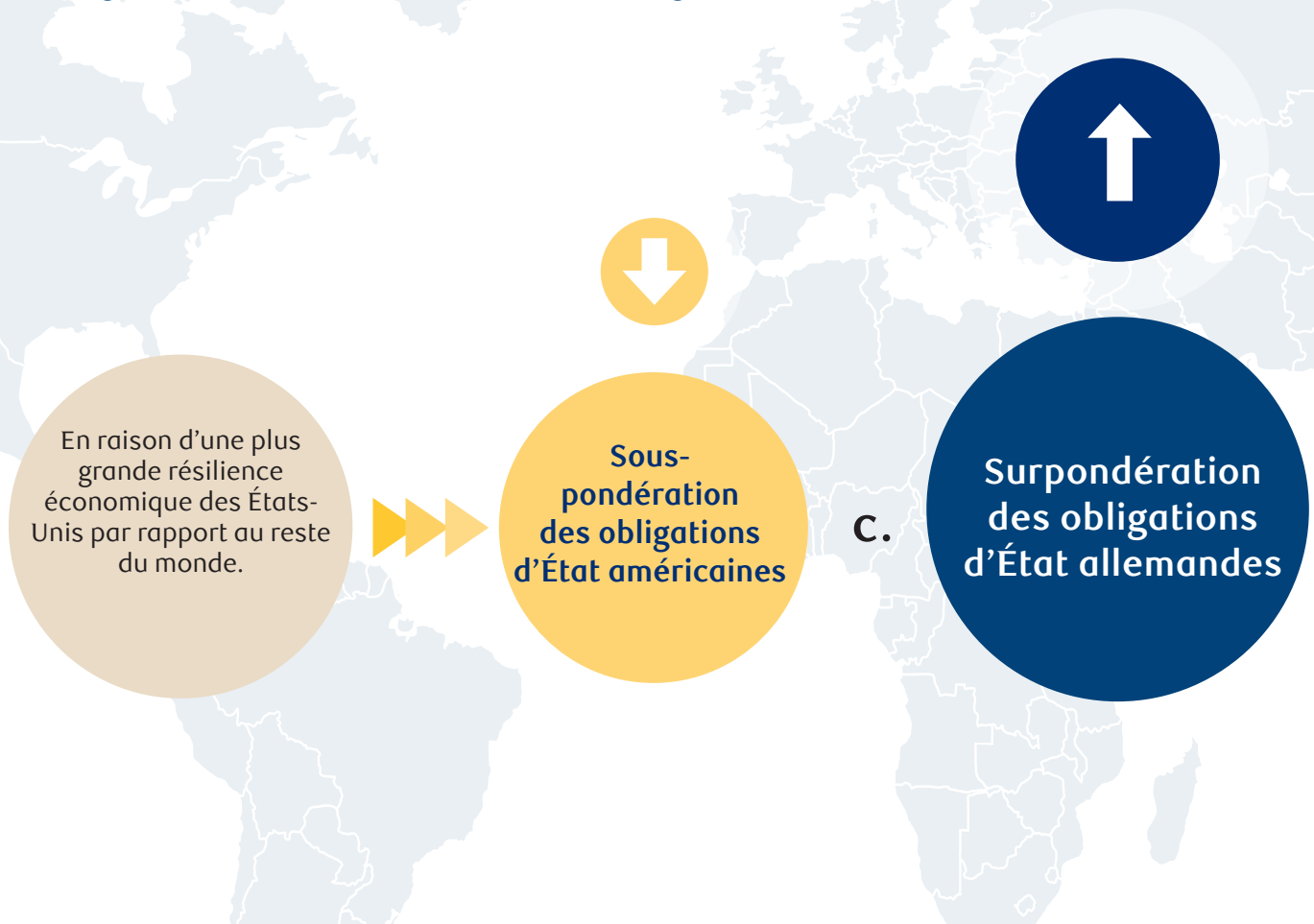
Nous prévoyons que la Banque d'Angleterre mettra fin au resserrement de sa politique monétaire avant la fin de l'année, alors les taux culmineront à 5,75 %. Au cours des prochains mois, les décideurs porteront leur attention au-delà du plafonnement des taux, et nous sommes d'avis que la Banque d'Angleterre réduira les taux en 2024, étant donné la détérioration de la situation financière des ménages en raison de la hausse des coûts d'intérêts et du ralentissement de l'activité économique. À mesure que le rythme de renouvellement des emprunts hypothécaires à taux fixe s'accélère, la consommation des ménages devrait ralentir. L'incidence de la hausse des taux hypothécaires sur les emprunteurs sera très marquée, et certains Britanniques qui renouvelleront leur emprunt hypothécaire de 25 ans pourraient voir leurs versements mensuels augmenter de 50 %. Bien que nous nous attendions à ce que l'activité économique soit faible, l'inflation demeure au-dessus de la cible de la Banque d'Angleterre, et ce fait tendra à soutenir les taux et à empêcher la Banque de soutenir l'activité réelle autant qu'elle le souhaiterait.

La trajectoire vers une baisse des taux fait face à un obstacle de taille, étant donné les préoccupations des investisseurs à l'égard de la crédibilité du Trésor du Royaume-Uni. La détérioration des finances publiques et la probabilité d'une hausse des émissions au cours des prochains mois pourraient inciter

les investisseurs à exiger des primes de rendement plus élevées. Les coûts du service de la dette représentent actuellement 4 % du PIB, soit le double de 2020 et le niveau le plus élevé depuis 20 ans. La hausse est particulièrement importante en raison de la compensation de l'inflation versée à l'égard des obligations d'État dont les paiements sont liés à l'évolution des prix. Cette situation est propre au Royaume-Uni, où un pourcentage important des obligations d'État est lié à de tels changements. Nous prévoyons que le taux d'intérêt directeur britannique glissera à 5,25 % au cours des 12 prochains mois et que le taux des obligations à dix ans chutera à 4,25 %.

Perspectives régionales

Compte tenu de la plus grande résilience économique des États-Unis par rapport au reste du monde, nous recommandons de sous-pondérer les obligations du Trésor et de surpondérer les obligations d'État allemandes.



Prévisions sur 12 mois des taux d'intérêt

Calcul du rendement total : 31 août 2023 – 31 août 2024

États-Unis						
	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans	Rendement (local)
Base	4,50 %	4,10 %	3,75 %	3,50 %	3,90 %	6,67 %
Var. p. rap. au trim. préc.	(0,25 %)	0,60 %	0,45 %	0,25 %	0,20 %	
Élevé	6,25 %	6,00 %	5,25 %	4,75 %	4,90 %	0,23 %
Faible	2,50 %	2,60 %	2,60 %	2,75 %	3,50 %	10,91 %
Rend. total prévu couvert en \$ US : 6,9 %						

Allemagne						
	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans	Rendement (local)
Base	3,25 %	3,00 %	2,75 %	2,60 %	2,50 %	2,45 %
Var. p. rap. au trim. préc.	(0,25 %)	0,50 %	0,35 %	0,35 %	0,25 %	
Élevé	4,50 %	4,00 %	3,75 %	3,50 %	3,00 %	(2,54 %)
Faible	2,00 %	1,75 %	1,75 %	1,75 %	2,00 %	11,90 %
Rend. total prévu couvert en \$ US : 6,2 %						

Japon						
	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans	Rendement (local)
Base	0,10 %	0,20 %	0,40 %	0,75 %	1,70 %	1,32 %
Var. p. rap. au trim. préc.	0,10 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,15 %	
Élevé	0,50 %	0,75 %	0,90 %	1,25 %	2,30 %	(6,80 %)
Faible	(0,10 %)	0,00 %	0,20 %	0,35 %	1,20 %	8,80 %
Rend. total prévu couvert en \$ US : 6,7 %						

Canada						
	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans	Rendement (local)
Base	4,25 %	3,75 %	3,25 %	3,00 %	3,10 %	6,44 %
Var. p. rap. au trim. préc.	0,50 %	0,25 %	0,25 %	0,25 %	0,20 %	
Élevé	5,75 %	5,50 %	4,75 %	4,25 %	4,00 %	(0,33 %)
Faible	2,25 %	2,25 %	2,25 %	2,25 %	2,40 %	12,21 %
Rend. total prévu couvert en \$ US : 6,7%						

Royaume-Uni						
	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans	Rendement (local)
Base	5,25 %	4,75 %	4,50 %	4,25 %	4,50 %	5,78 %
Var. p. rap. au trim. préc.	0,50 %	1,50 %	1,10 %	0,50 %	0,50 %	
Élevé	6,50 %	6,00 %	5,50 %	5,00 %	4,80 %	0,95 %
Faible	3,50 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,75 %	15,37 %
Rend. total prévu couvert en \$ US : 7,8 %						

Source : RBC GMA



Marchés des changes

Détour du dollar : de quelle façon les facteurs à court terme ont interrompu le déclin cyclique



Dagmara Fijalkowski, MBA, CFA

Cheffe, Titres mondiaux à revenu fixe et devises
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.



Daniel Mitchell, CFA

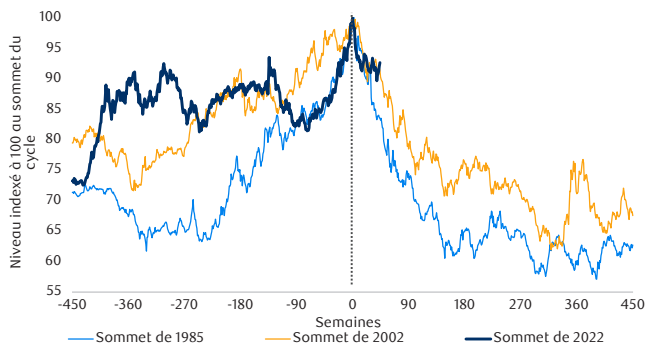
V.-p. et premier gestionnaire de portefeuille
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

La tendance à la baisse du dollar américain demeure inchangée et nous prévoyons toujours que sa valeur sera très faible au cours des prochaines années. Le déclin cyclique à long terme inscrit dans nos perspectives s'est toutefois heurté à certains obstacles à court terme, ce qui a ralenti sa progression par rapport à nos prévisions. Bien que la valeur du dollar se situe à peu près à 7 % en dessous de son pic de septembre 2022, elle est demeurée identique depuis le début de 2023. En 2023, sa chute a été interrompue par l'augmentation des taux d'intérêt américains et le fait que la croissance économique a été décevante à l'étranger. Dans l'ensemble, les devises des marchés émergents se sont néanmoins comportées de façon impressionnante. Certaines d'entre elles ont même réussi à réaliser des rendements de plus de 10 % cette année, et l'euro, le dollar canadien et la livre sterling ont aussi surpassé le dollar américain. Nous demeurons optimistes à l'égard de la plupart des devises des marchés émergents et développés au cours des 12 prochains mois, car nous prévoyons un déclin global du dollar américain.

Jusqu'à présent, le billet vert n'a pas été touché par l'importante faiblesse observée à la fin de l'année dernière. Sa rapide chute de 10 % entre octobre 2022 et janvier 2023 a donné un aperçu des conséquences des baisses cycliques antérieures (figure 1), mais elle a pris fin au début de l'année (figure 2). Cet été, sa vigueur a amené certains investisseurs à se demander si la tendance à la baisse allait durer. Nous

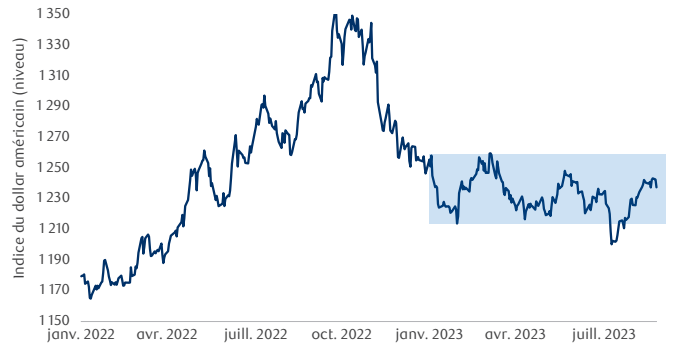
demeurons toutefois convaincus qu'à long terme, le dollar américain suit une trajectoire baissière et nous prévoyons que sa valeur sera faible pendant plusieurs années (figure 3), ce qui aura une grande influence sur les marchés obligataires et boursiers, ainsi que sur ceux des marchandises et des devises.

Figure 1 : Évolution du marché baissier du dollar américain



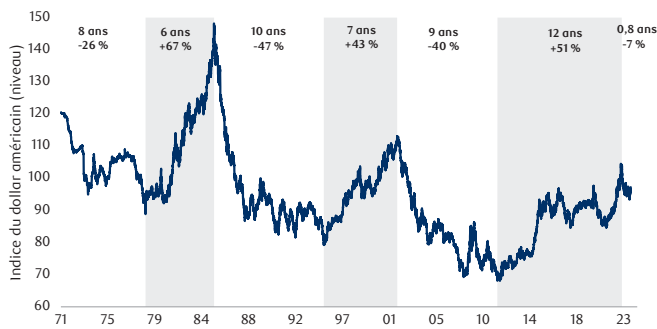
Nota : Au 28 août 2023. Utilisation de l'indice USTWAFE. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Figure 2 : Le dollar américain évolue dans une fourchette étroite depuis le début de l'année



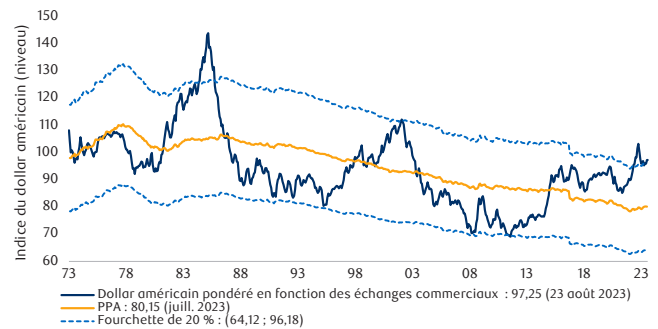
Nota : Au 29 août 2023. Utilisation de l'indice BBDXY. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Figure 3 : Dollar américain pondéré en fonction des échanges commerciaux



Nota : Au 25 août 2023. Sources : Bloomberg, Réserve fédérale américaine, RBC GMA

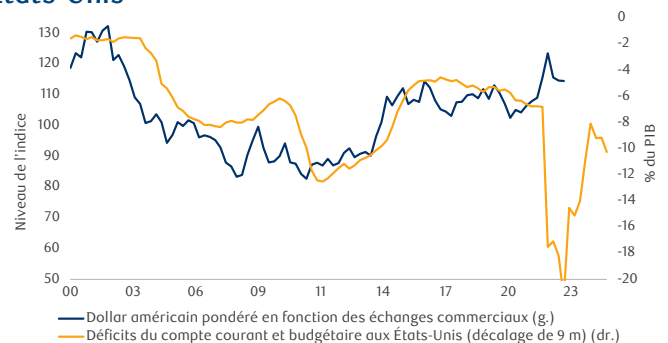
Figure 4 : Dollar américain – Modèle de la PPA



Nota : Utilisation du nouvel indice USD de la Fed à compter du 31 déc. 2019 (indice USTWAFE). Au 23 août 2023. Sources : Réserve fédérale américaine, Bloomberg, RBC GMA

Certains facteurs fondamentaux continuent d'expliquer la dépréciation du dollar américain. La plupart des modèles d'évaluation indiquent que la valeur de cette monnaie est élevée depuis plusieurs années, et, selon le modèle de parité des pouvoirs d'achat que nous suivons, elle est supérieure de plus de 20 % à sa juste valeur estimative (figure 4). De même, peu de gens contesteraient le lien entre la détérioration des déficits budgétaires et commerciaux des États-Unis et l'évolution de la valeur du dollar américain (figure 5) ou les conséquences négatives que les faillites bancaires aux États-Unis, les menaces de paralysie du gouvernement et les baisses de sa cote de crédit ont eues sur celle-ci. Comme nous l'avons vu dans des numéros

Figure 5 : Dollar américain et double déficit des États-Unis



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

précédents de *Regard sur les placements mondiaux*, le thème de la « dédollarisation », un abandon lent et progressif de l'utilisation, à l'échelle mondiale, du dollar américain pour le commerce et les placements a gagné du terrain. Au cours de la prochaine décennie, ce thème minera le soutien au dollar, surtout si les États-Unis continuent de l'utiliser comme une arme en restreignant l'accès de leurs ennemis aux systèmes de paiement et en bloquant leurs réserves de change. Selon une étude¹ publiée en janvier par le FMI, des dizaines de pays d'Europe, du Moyen-Orient et d'Asie ont eu recours à la détention de plus grandes quantités d'or en tant qu'actif de réserve.

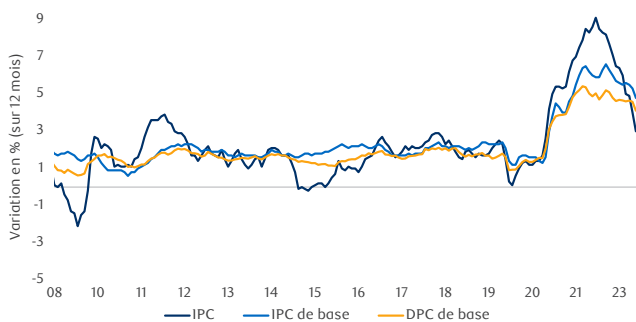
La résilience du dollar américain s'explique en grande partie par des facteurs à court terme. La persistance de la Réserve fédérale américaine (Fed) dans son orientation ferme a contribué à la force du billet vert, car la hausse des taux aux États-Unis continue d'attirer des capitaux loin des régions à faible rendement comme le Japon. Pour l'instant, la Fed s'est montrée ferme en affirmant que sa politique monétaire demeurera stricte aussi longtemps que nécessaire pour maîtriser les tensions inflationnistes. Le moment exact où les décideurs américains pourront crier victoire à cet égard ne fait pas l'unanimité. Globalement, l'inflation est passée d'un sommet d'environ 9 % à environ 3 % (figure 6), ce qui donne à penser que le travail est presque terminé, bien que la mesure de l'évolution des prix privilégiée par la Fed (l'indice implicite

de prix des dépenses personnelles de consommation) n'ait pas encore suffisamment diminué. Comme le taux des fonds fédéraux est passé à 5,50 %, le taux directeur corrigé de l'inflation de la Fed est de nouveau positif, et donc plus restrictif pour la croissance économique.

Tant que ce resserrement du taux directeur ne causera pas de récession aux États-Unis, le billet vert devrait se déprécier parallèlement à la diminution de l'inflation, car celle-ci soulage la pression sur la Fed pour qu'elle relève encore les taux d'intérêt et pourrait même l'inciter à les baisser. On peut dire que l'incidence positive de la hausse des taux obligataires sur le dollar américain a été importante et que la Fed a terminé ses hausses de taux, ou presque.

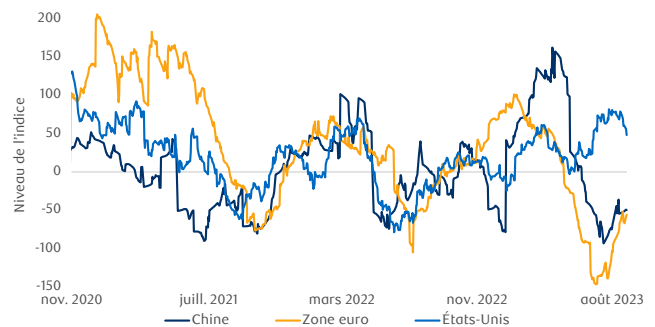
L'autre facteur important qui soutient le billet vert, ce sont les nouvelles économiques relativement mauvaises par rapport à certaines autres régions. L'Europe et la Chine se démarquent non seulement parce que ce sont les deux économies les plus importantes après les États-Unis, mais aussi parce que leurs données économiques ont été extrêmement décevantes (figure 7). Sans la perspective de rendements supérieurs attirant des capitaux étrangers, il est peu probable que l'euro et le renminbi puissent réaliser des gains substantiels. Cela dit, ces deux monnaies sont perçues de façon extrêmement négative, ce qui nous dit que leur valeur tient peut-être déjà compte du pire.

Figure 6 : Baisse des trois mesures de l'inflation



Nota : Au 28 août 2023. Sources : Bureau of Labor Statistics, Bureau of Economic Analysis, RBC GMA

Figure 7 : Surprises liées aux données économiques par région



Nota : Au 28 août 2023. Sources : Citi, RBC GMA

¹ Arslanalp, S., Eichengreen, B. J. et Simpson-Bell, C. (2023). « Gold as International Reserves: A Barbarous Relic No More? » Document de travail du FMI n° WP/23/14

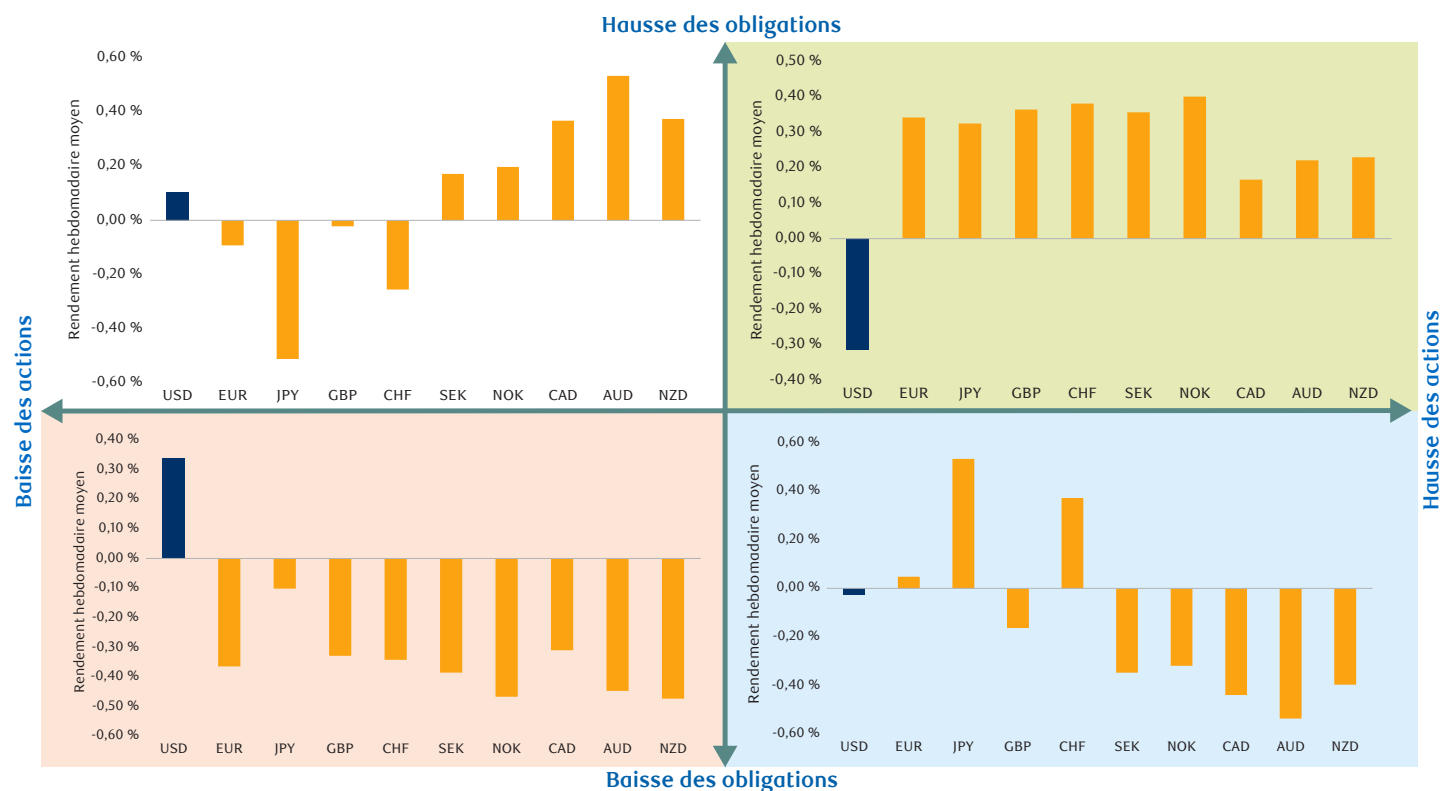
Un nouveau cycle ?

Une étude sur la relation entre les marchés financiers et le dollar américain suggère également que le billet vert pourrait entamer une période de faiblesse. Le cadre à quatre quadrants conçu par Adam Cole et Elsa Lignos, de RBC Marchés des Capitaux et illustré à la figure 8, affiche les rendements des devises dans différents contextes obligataires et boursiers au cours des quatre dernières décennies. Comme on peut s’y attendre, la corrélation entre la hausse du billet vert et les baisses des actions et des

obligations (quadrant inférieur gauche) est plus étroite, car le dollar profite de la hausse des taux obligataires lorsque les obligations s’affaiblissent et de la demande pour les valeurs refuges lorsque ce sont les actions qui fléchissent. Cela a été le contexte du marché pendant la majeure partie de 2022, et rétrospectivement, le dollar aurait été une bonne couverture pour les investisseurs confrontés au très difficile contexte de placement de l’époque. Il est toutefois assez rare que les obligations et les actions chutent à l’unisson, et cela se produit généralement lors de périodes où les hausses de taux

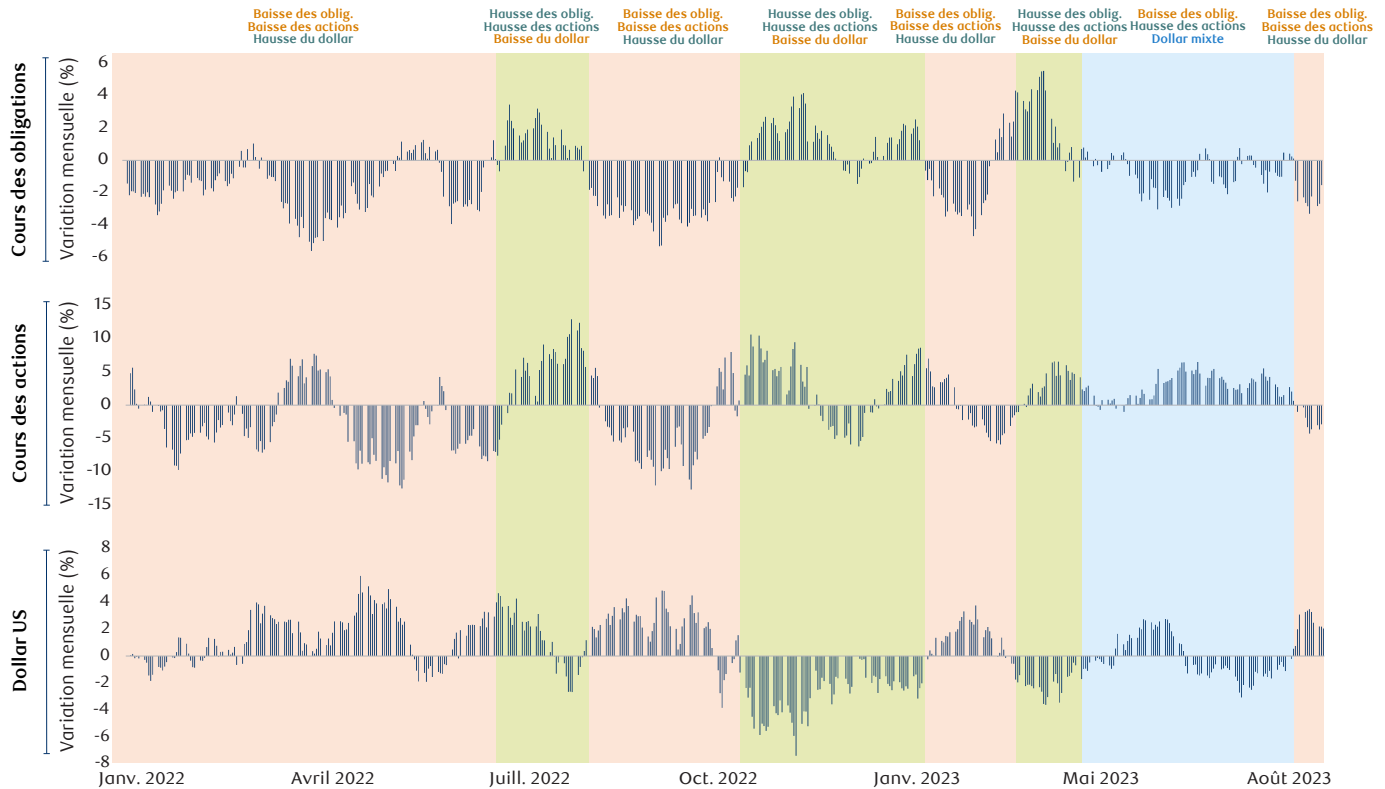
Figure 8 : Rendement des devises selon les différents régimes d’obligations et d’actions

Données hebdomadaires de 1980 à 2023



Nota : Au 25 août 2023. Les barres indiquent la moyenne des données hebdomadaires de 1980 à 2003, à l'exclusion des relevés se situant dans une fourchette de 0,5 écart type. Sources : RBC Marchés des Capitaux, RBC GMA

Figure 9 : Rendements sur des périodes mobiles d'un mois (obligations, actions, \$)



Nota : Au 25 août 2023. Source : RBC GMA

d'intérêt de la Fed menacent d'interrompre une tendance haussière des marchés boursiers. Comme le cycle de hausse des taux de la Fed tire à sa fin, nous ne nous attendons pas à ce que cet environnement difficile perdure et nous avons remarqué que le lien entre les obligations et les actions (quadrant inférieur droit) s'est affaibli au cours des derniers mois (figure 9). S'il est possible d'éviter un atterrissage économique brutal, nous pensons que la pression sur les obligations et les actions pourrait diminuer lorsque la Fed mettra fin à la hausse des taux, un contexte dans lequel le dollar devrait subir une importante liquidation par rapport à ses pairs.

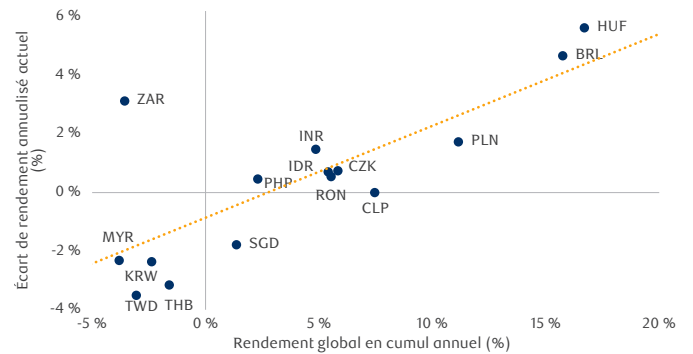
Marchés émergents

Au cours de la dernière année, bon nombre des devises les plus performantes du monde ont été celles de marchés

émergents offrant des taux d'intérêt encore plus élevés que le dollar américain. En réaction à la hausse de l'inflation, les banques centrales d'un certain nombre de marchés émergents, dont la Hongrie, le Mexique et le Brésil, ont haussé leurs taux de façon plus agressive que la Fed l'an dernier et cette politique a empêché ces pays de connaître de soudaines sorties de capitaux lorsque les taux ont augmenté aux États-Unis. En fait, l'augmentation des taux obligataires, qui ont dépassé 10 % dans certains pays, a fait en sorte que les devises de certains marchés émergents ont eu d'importants rendements totaux (figure 10), composés à la fois de rendements sains et de gains en matière de taux de change. Le succès de ces stratégies de recherche de rendement a été alimenté par la faible volatilité du marché, la solidité des marchés boursiers et un large écart entre les taux des devises à rendement élevé et ceux des devises

à faible rendement. Les devises des marchés émergents pourraient continuer de surpasser les autres en raison du fléchissement du dollar, mais nous sommes de plus en plus prudents à mesure que les valorisations convergent et que les banques centrales de certains marchés émergents, notamment le Brésil et le Chili, commencent à réduire les taux. La faiblesse du dollar américain est un facteur favorable pour les devises des marchés émergents, mais nous serons probablement plus sélectifs dans le choix de celles dont nous ferons l'acquisition. Nous nous tournons vers les monnaies des pays ayant un meilleur profil en matière de croissance et de budget, tout en évitant ceux dont les banques centrales réduisent les taux d'intérêt avant que l'inflation ne se soit atténuée.

Figure 10 : Forte corrélation entre les taux et le rendement des devises



Nota : Données au 28 août 2023. Sources : Bloomberg, RBC GMA



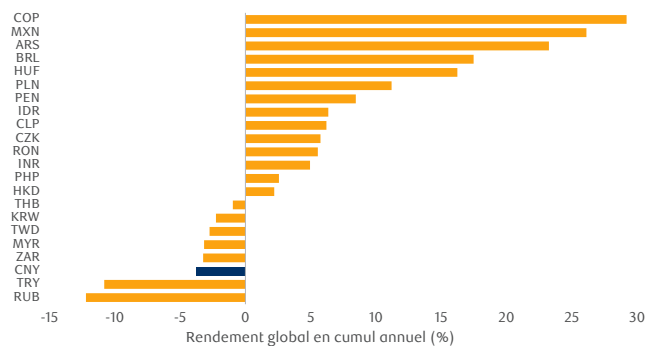
Le renminbi chinois

Le renminbi chinois, qui a été l'une des devises les moins performantes cette année, s'est classé au troisième rang parmi celles des 25 principaux marchés émergents, juste avant le rouble russe et la livre turque (figure 11). À la fin de l'année dernière, la croissance économique n'a pas repris après l'assouplissement des restrictions relatives à la COVID-19 et ces résultats décevants ont eu une incidence sur le rendement de la monnaie. En outre, les taux d'intérêt chinois étant parmi les plus bas de tous les marchés émergents et les taux directeurs du pays ayant été réduits deux fois cet été, les investisseurs qui cherchent des devises offrant des rendements plus élevés ont boudé le renminbi. La faiblesse du renminbi et la mauvaise santé générale de l'économie chinoise ont pesé sur l'appétit des investisseurs pour toutes les devises des marchés émergents, mais on peut espérer que les difficultés de cette devise s'atténueront au fur et à mesure que la banque centrale chinoise commencera à lutter contre son déclin. Pour les décideurs chinois, axés sur la stabilité et le contrôle, la chute de près de 10 % du yuan depuis janvier menace d'attiser la spéculation sur de nouvelles baisses, une dynamique qui pourrait éroder la confiance à l'égard de la devise et perturber les efforts visant à encourager les investissements. Alors que la valeur du renminbi approche de creux qu'elle n'a pas atteints depuis la crise financière mondiale (figure 12), la Banque populaire de Chine a utilisé bon nombre des outils dont elle dispose pour la soutenir. Il s'agit notamment de ce qui suit :

- offrir une orientation par l'intermédiaire d'un taux de référence quotidien plus fort que le taux de change en vigueur ;
- créer des taux d'intérêt à court terme plus élevés pour dissuader l'adoption de positions courtes en renminbi ;
- contraindre les banques et les exportateurs d'État à convertir leurs avoirs en liquidités étrangères et réduire les obligations de réserve sur les transactions de change afin de libérer plus d'actifs aux fins de rapatriement.

La banque dispose de bien des outils supplémentaires plus puissants qu'elle n'a pas encore utilisés, notamment les achats directs de renminbi. Nous sommes d'avis que le cycle actuel de dépréciation du renminbi est presque terminé et que le niveau du taux de change tient

Figure 11 : Le renminbi en queue de peloton parmi les devises des marchés émergents de l'année en cours



Nota : Au 28 août 2023. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Figure 12 : Le renminbi se rapproche des niveaux observés pendant la crise financière mondiale



Nota : Au 25 août 2023. Sources : Bloomberg, RBC GMA

compte des mauvaises nouvelles économiques. Nous ne nous attendons pas à ce que le renminbi rebondisse brusquement, mais l'absence de nouvelles faiblesses éliminerait une importante influence négative sur les devises des marchés émergents et serait donc, dans l'ensemble, négative pour le dollar américain.

L'euro

La valeur de l'euro s'est renforcée au début de l'été, dépassant 1,12 \$ US à la mi-juillet, contre 1,065 \$ US début juin. Bien que la reprise soit également due à la liquidation généralisée du dollar américain à l'époque, elle est en partie attribuable aux efforts déterminés de la Banque centrale européenne (BCE) pour combattre l'inflation. Depuis, la confiance à l'égard de la monnaie unique s'est détériorée en raison de trois facteurs : i) le fait que les données économiques aient été décevantes pour l'Europe, ii) la faiblesse de l'économie chinoise, qui investit moins dans les exportations européennes et iii) la diminution des probabilités de récession aux États-Unis et un renversement des attentes à l'égard d'une réduction des taux par la Réserve fédérale l'an prochain. Le pessimisme concernant la possibilité de croissance économique à l'extérieur des États-Unis est déjà répandu, ce qui pourrait s'améliorer. En effet, les économies de l'Europe et de la Chine ont déjà commencé à montrer des signes d'amélioration inattendus.

Les prochains mois nous donneront un aperçu important de l'orientation de la politique monétaire dans toutes les grandes régions. Pour l'instant, nous pouvons être relativement certains que la Fed a suffisamment augmenté les taux d'intérêt, ce qui réduit le soutien que la hausse des taux apporte au dollar. De nombreux investisseurs pensent que la BCE a presque terminé son cycle de hausse des taux, car ils ont l'impression que le ralentissement de la croissance européenne fera diminuer l'inflation sans qu'il soit nécessaire d'augmenter les taux de nouveau. Toutefois, contrairement à la Fed, la BCE n'est pas chargée de cibler la croissance et l'emploi lorsqu'elle établit les taux directeurs. Les hausses que la BCE a effectuées suffiront-elles à faire baisser l'inflation de base, qui s'obstine à demeurer élevée en Europe ? Les récents efforts de la Chine pour stimuler la croissance pourraient-ils profiter à l'euro ? La présidente de la BCE, M^{me} Lagarde, n'a pas donné son point de vue sur

« Les hausses que la BCE a effectuées suffiront-elles à faire baisser l'inflation de base, qui s'obstine à demeurer élevée en Europe ? »

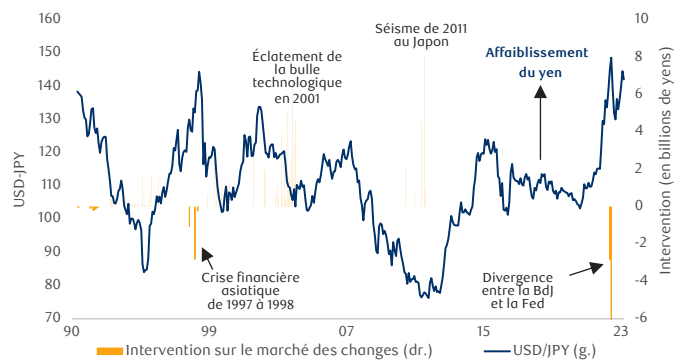
ces questions lors de la conférence des banquiers centraux de Jackson Hole, au Wyoming, à laquelle elle a récemment participé, mais ses commentaires se sont avérés plutôt fermes, signe que la BCE ne crie pas encore victoire dans sa lutte contre la hausse des prix. La fermeté de la banque centrale ne suffira toutefois pas à faire rebondir l'euro. Nous nous attendons à ce que l'économie européenne repose sur de meilleures bases dans un an et à ce que la faiblesse globale du dollar américain aide l'euro à reprendre de la vigueur. Nous prévoyons que la valeur de la monnaie unique atteindra 1,21 \$ US d'ici 12 mois.

Le yen

La dernière intervention des autorités japonaises pour soutenir le yen remonte à octobre 2022, et une nouvelle intervention semble de plus en plus probable. Les banques centrales des pays du G20 ont, de façon générale, cautionné la pratique qui consiste à atténuer la volatilité excessive des monnaies, mais se sont montrées réticentes en ce qui concerne le fait de cibler des niveaux précis de taux de change susceptibles de conférer des avantages commerciaux injustes. L'an dernier, à la suite de la baisse du yen de près de 40 %, les autorités japonaises sont intervenues en vendant des dollars américains (figure 13), et comme la valeur de la monnaie japonaise s'affaiblit pour revenir au même niveau qu'au moment de cette intervention (140-150 par dollar américain), le marché s'inquiète de plus en plus de la dépréciation du yen. L'impact d'une intervention serait toutefois probablement éphémère, car le gouvernement ne bénéficiera probablement pas du soutien coordonné d'autres pays et que de telles mesures entreraient en conflit avec les taux d'intérêt relativement bas du Japon, dont l'influence sur les taux de change est plus forte. Pour que le yen rebondisse vraiment, il faudrait que la faiblesse du dollar américain soit plus persistante ou que la Banque du Japon (BdJ) change de politique monétaire.

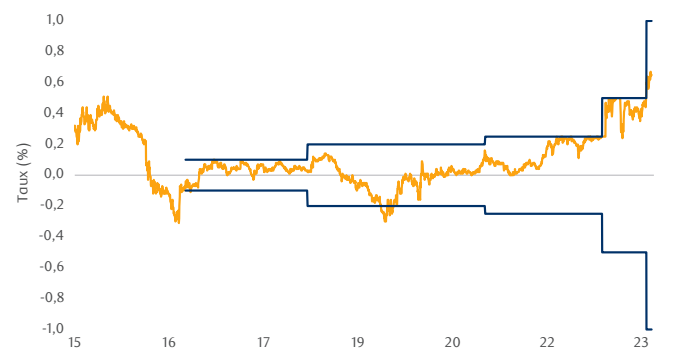
Il est possible que ce changement de politique ait lieu bientôt. La banque a permis aux taux des obligations d'État japonaises à 10 ans de dépasser la fourchette de +/-50 points de base établie par sa politique de contrôle de la courbe des taux. Celle-ci, initialement établie à +/- 10 points de base autour de 0 %, a été élargie quelques fois depuis son entrée en vigueur en septembre 2016 (figure 14). Comme l'inflation

Figure 13 : Historique des interventions de la Banque du Japon



Nota : Au 31 juillet 2023. Sources : Ministère des Finances du Japon, RBC GMA

Figure 14 : Taux des obligations japonaises à 10 ans et fourchettes de contrôle de la courbe des taux



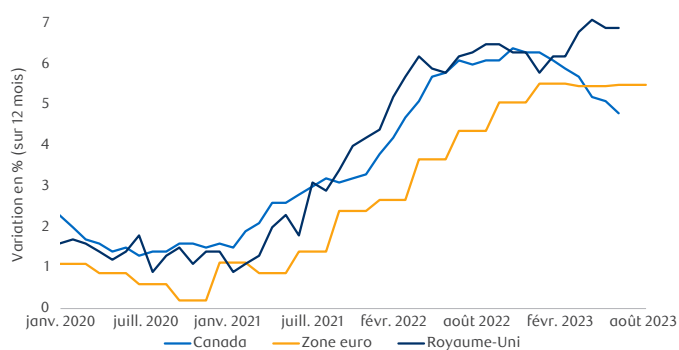
Nota : Au 29 août 2023. Sources : Banque du Japon, RBC GMA

de base a atteint 4,3 %, un sommet en 40 ans, la pression à l'égard de la banque centrale pour qu'elle élargisse encore la fourchette ou même qu'elle abandonne cette politique est de plus en plus pressante. La banque a gagné un peu de temps en annonçant un examen officiel de sa politique monétaire l'an prochain, mais nous nous attendons à ce qu'elle prenne des mesures dans notre horizon prévisionnel de 12 mois. Nos prévisions de 120 yens par dollar américain reposent sur certaines attentes voulant que la Banque du Japon permette aux taux d'intérêt de fluctuer plus librement.

La livre sterling

La livre sterling qui s'est, cette année, avérée la devise la plus performante des pays du G10, a été étonnamment résistante pendant que la persistance de l'inflation élevée incitait la Banque d'Angleterre (BdA) à poursuivre ses hausses de taux d'intérêt (figure 15). L'augmentation des taux directeurs a contribué à soutenir la livre malgré les préoccupations entourant la faiblesse des dépenses de consommation, les déficits commerciaux et le fait que les sociétés britanniques investissent davantage à l'étranger, alors que les sociétés étrangères investissent de moins en moins au Royaume-Uni. La Banque d'Angleterre devrait maintenant relever les taux d'intérêt à près de 6 %, soit deux points de pourcentage complets de plus que ce que le marché prévoyait en mars. Cela semble exagéré : à notre avis, les investisseurs sont trop optimistes quant à la capacité de la livre à conserver ses gains. Il est possible que la livre sterling continue de se redresser face à la faiblesse du dollar américain, mais nous prévoyons que cette année, sa valeur diminuera par rapport à celle des autres grandes devises. Selon nous, la devise ne s'appréciera que modestement pour s'établir à une valeur de 1,33 \$ US.

Figure 15 : Inflation tenace au Royaume-Uni



Nota : Au 31 juillet 2023. Sources : Macrobond, RBC GMA

Le dollar canadien

Jusqu'à récemment, en raison du lien étroit du huard avec les prix pétroliers et l'économie américaine, la vente à découvert de dollars canadiens était une stratégie populaire de couverture contre les scénarios impliquant un ralentissement économique aux États-Unis. Conjugée à l'amélioration des données économiques américaines, la réduction du nombre de ces positions vendeur a aidé le huard à reprendre de la vigueur lorsque sa valeur a atteint le bas de la fourchette de 1,32 \$ à 1,40 \$ par dollar américain où elle a évolué cette année, avant que ses gains généralisés par rapport au dollar américain n'entraînent une nouvelle remontée du taux de change (figure 16). Comme la valeur du dollar canadien approche de 1,32 \$ par dollar américain, il pourrait, compte tenu de la persistance de la fourchette de négociation, avoir de la difficulté à soutenir le rythme des hausses que nous prévoyons pour l'euro et le yen. Sur une période de 12 mois, nous prévoyons toutefois que le huard se consolidera à 1,24 \$ par dollar américain, car ce sont les devises cycliques qui profitent le plus de la faiblesse du billet vert.

Il y a de nombreuses autres raisons d'être positif par rapport au dollar canadien. À plus long terme, il s'agit d'une devise sous-évaluée. Le Canada est bien doté en ressources naturelles et le huard bénéficie du soutien que lui apportent la demande étrangère pour les obligations de sociétés canadiennes et une saine immigration. Le pays jouit également d'un contexte politique stable et d'un système bancaire vigoureux qui n'a pas connu le même type de fuite des dépôts qu'aux États-Unis. Les facteurs à court terme sont également favorables. Les fluctuations des marchés boursiers, les prix du cuivre et la faiblesse générale du dollar américain indiquent que le dollar canadien devrait prendre de la vigueur (figure 17).

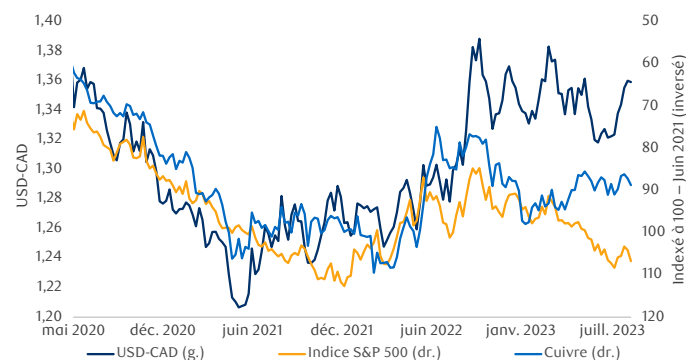
Ces facteurs positifs à court et à long terme sont en partie contrecarrés par certaines préoccupations quant à l'incidence à moyen terme du resserrement des conditions financières sur les finances des ménages. La Banque du Canada (BdC) a interrompu son cycle de hausse des taux cette année, pour constater que les dépenses de consommation avaient été étonnamment fortes. Il est probable que le maintien de la demande des

Figure 16 : Écart USD-CAD



Nota : Au 29 août 2023. Sources : Bloomberg, RBC GMA

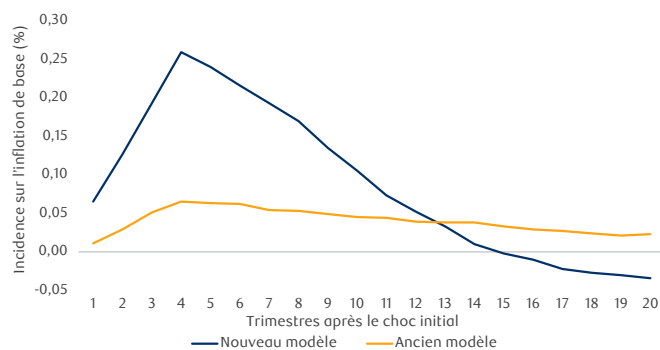
Figure 17 : Les facteurs à court terme que l'écart entre le dollar américain et dollar canadien passera en dessous de 1,30 CAD



Nota : Au 28 août 2023. Sources : Bloomberg, RBC GMA

consommateurs et l'augmentation de l'inflation soient dus au rythme effréné de l'immigration et à la faiblesse du taux de chômage. En juillet, la BdC a noté qu'à part ceux des produits alimentaires et de l'énergie, les prix étaient plus élevés qu'elle ne le souhaitait. Par conséquent, même si la banque a interrompu ses hausses de taux au début de septembre, l'accent demeure sur un resserrement de la politique monétaire. D'autre part, la dernière version du modèle économique de la Banque (figure 18) indique que le dollar canadien a une incidence plus importante que prévu sur l'inflation de base. Compte tenu de l'importance de ce modèle sur les décisions prises par la BdC, il est possible que l'amélioration de la vigueur du dollar canadien soit considérée comme un outil complémentaire bienvenu pour contenir l'augmentation des prix à la consommation.

Figure 18 : Sensibilité à l'inflation



Nota : Au 30 juin 2021. Sources : CIBC, Banque du Canada, RBC GMA





Perspectives régionales – États-Unis



Brad Willock, CFA

V.-p. et premier gestionnaire de portefeuille
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

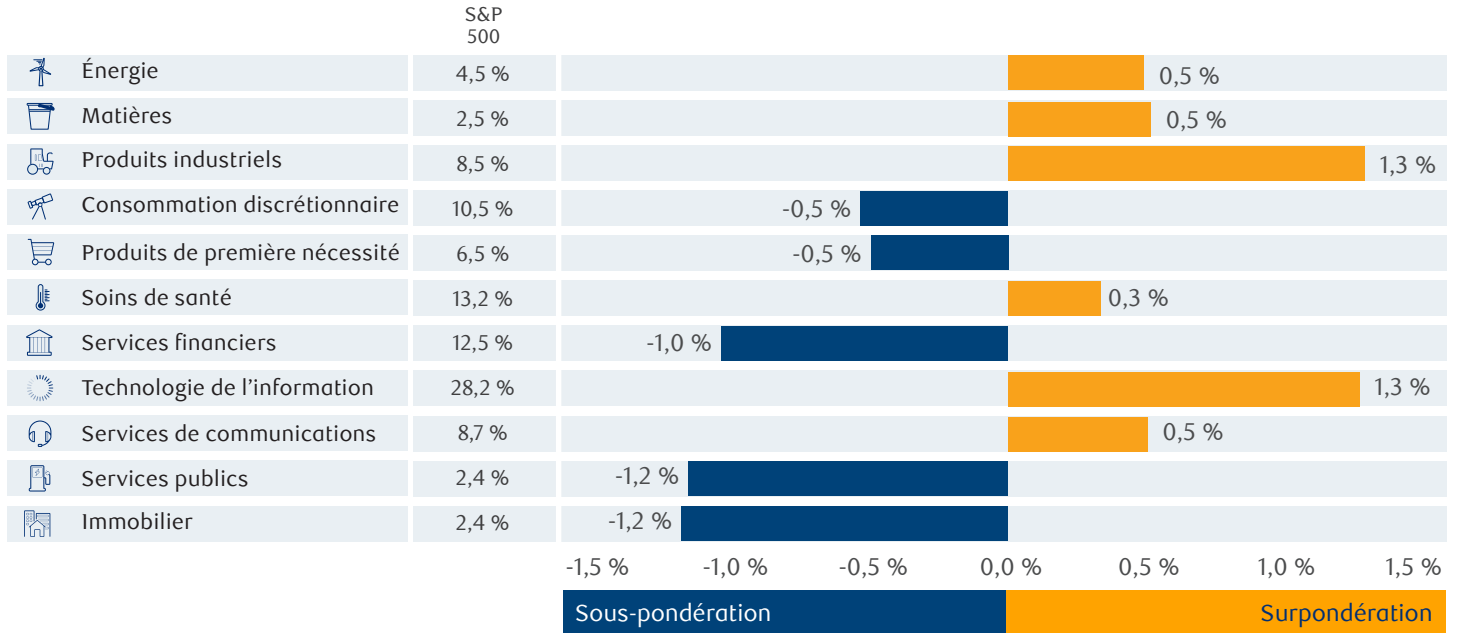
Les actions américaines, représentées par l'indice S&P 500, se sont redressées et ont clôturé en hausse de 8,3 % la période de trois mois terminée le 31 août 2023. Les gains trimestriels supérieurs à la moyenne sont principalement attribuables à une activité économique meilleure que prévu et à un ralentissement de l'inflation. Les rendements boursiers ont également bénéficié d'une généralisation des gains monopolisés par le secteur technologique pendant la période précédente. Le secteur de l'énergie a fini en tête grâce à l'augmentation des prix du pétrole (20 %) et du gaz naturel (14 %). Des gains importants ont aussi été enregistrés par des secteurs cycliques, tels que les semi-conducteurs, les biens d'équipement et les ventes au détail de biens discrétionnaires. Les secteurs défensifs sont demeurés à la traîne, notamment les fournisseurs de télécommunications, les entreprises de services publics, les vendeurs de biens de consommation de base et les FPI sensibles aux taux d'intérêt. À l'évidence, le scénario de récession largement anticipé à la fin de l'année dernière s'est estompé et les investisseurs semblent avoir conclu qu'un atterrissage en douceur de l'économie est l'issue la plus probable. Néanmoins, les cours boursiers et les taux d'intérêt ayant augmenté, les risques sont aussi en hausse.

Commençons notre examen par une vue d'ensemble. L'économie a été incroyablement résiliente, progressant à un rythme supérieur à la moyenne historique au cours de la

première moitié de l'année, même si les taux directeurs ont atteint leur niveau le plus haut en plus de vingt ans. Dans le passé, un relèvement des taux d'intérêt aurait dissuadé les entreprises de construire des usines et d'acheter de l'équipement. Cependant, les dépenses d'investissement ont été particulièrement élevées grâce aux subventions budgétaires et aux crédits d'impôt gouvernementaux visant à appuyer la transition énergétique, notamment la fabrication de batteries et de véhicules électroniques, ainsi que le secteur des semi-conducteurs. De fait, des projets en attente totalisant plus de 500 milliards de dollars américains devraient continuer de soutenir l'économie pendant plusieurs années.

En ce qui concerne les ménages, la hausse des taux fait généralement baisser les dépenses de consommation, car elle entraîne un relèvement des coûts d'emprunt qui freine la demande de biens importants (maisons, véhicules, etc.). Toutefois, le présent cycle est inhabituel. Pendant la pandémie en 2020 et 2021, les taux hypothécaires ont chuté en deçà de 4 % et des millions de ménages ont refinancé ou acheté des propriétés à des taux d'intérêt extrêmement bas. Le taux moyen d'une nouvelle hypothèque dépasse désormais 7 %, tandis que la majorité des propriétaires ont des hypothèques à 3,5 % environ et n'ont aucun intérêt à déménager. Par conséquent, moins de 1 % des maisons existantes sont à vendre, ce qui constitue un creux record

États-Unis – Pondérations sectorielles recommandées

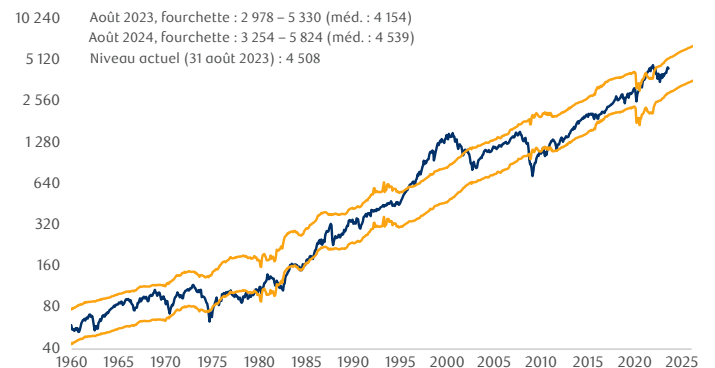


Nota : Au 31 août 2023. Source : RBC GMA

« Selon nous, les investisseurs en actions anticipent un atterrissage en douceur de l'économie et une remontée respectable des bénéfices vers la fin de l'année et au début de 2024. »

Fourchette d'équilibre, indice S&P 500

Valorisations et bénéfices normalisés



Source : RBC GMA

et un tiers du niveau normal. L'accessibilité à la propriété a dégringolé et les changements de logement ont chuté à un niveau qui n'a été observé que lors des précédentes crises du logement. Néanmoins, les prix des maisons n'ont subi qu'une légère correction, puisque les stocks restent faibles.

Les derniers éléments de la vue d'ensemble ont trait au mandat de la Réserve fédérale américaine (Fed), soit l'inflation, les marchés du travail et les taux d'intérêt. L'inflation semble en recul. Du côté des biens, les pressions exercées sur les chaînes logistiques se sont relâchées et les prix sont en baisse. Pour ce qui est des services, le marché du travail demeure étroit, car l'immigration accrue ne suffit pas à compenser le rétrécissement du bassin de main-d'œuvre lié au départ à la retraite des baby-boomers. Malgré tout, les pressions sur les salaires s'atténuent, et la diminution du total des heures travaillées et du recours à des travailleurs temporaires laisse entrevoir un nouvel apaisement dans les mois à venir. La Fed a haussé les taux de 5,25 points de pourcentage en 17 mois et le resserrement des conditions financières se poursuit. À notre avis, la Fed a fini, ou presque, de relever les taux pour ce cycle. Si les décideurs restent patients, l'inflation continuera probablement de s'estomper à mesure que l'économie ralentira et que les ménages et les entreprises s'adapteront lentement au coût plus élevé de l'argent.

Examinons maintenant les perspectives des sociétés. Les revenus du S&P 500 ont augmenté de seulement 1 % au premier semestre et le bénéfice par action a diminué de 1 %. Si nous excluons de notre analyse le secteur de l'énergie, les revenus ont progressé de 4 % et le bénéfice par action, d'environ 2 %. Les marges bénéficiaires, exclusion faite des secteurs de l'énergie et des services publics, ont crû au dernier trimestre, car les coûts des matières premières, les stocks et la croissance des dépenses en immobilisations ont tous diminué. Sous l'effet de la baisse des stocks et du ralentissement des dépenses en immobilisations, les marges de trésorerie disponible sont remontées à 11,5 %, près du sommet de 12 % atteint en 2021. Les marges de trésorerie disponible dans le secteur de la technologie de l'information ont atteint un record de 25 % au deuxième trimestre, alors que la moyenne dans le reste du marché a été de 9 %.

L'intelligence artificielle (IA) en tant que thème de placement est demeurée un moteur de rendement important durant la période. Nous croyons que cette technologie a le potentiel d'améliorer la productivité, et que la vague d'adoption ne fait que commencer. Au premier stade de cette adoption, les investisseurs achètent des titres des sociétés de matériel. Le fabricant de semi-conducteurs Nvidia est de toute évidence le leader de ce groupe, qui comprend également d'autres fabricants de puces, les fournisseurs de services infonuagiques (Amazon, Microsoft et Google) et les principaux concepteurs de logiciels d'entreprise comme Adobe, CRM, Intuit et Service Now. Le rendement supérieur de ces bénéficiaires « évidents » de l'IA a été considérable et nous sommes à l'affût des signes d'excès. Même si les valorisations se sont accrues, bon nombre de ces sociétés génèrent des flux de trésorerie disponibles figurant parmi les meilleurs du marché. Ces flux de trésorerie aident à contrebalancer les valorisations élevées et le dynamisme continu des cours. En somme, il est encore tôt et nous n'entrevoions pas, pour l'instant, de bulle des placements dans ce secteur.

Cela nous amène à observer la situation actuelle. Le S&P 500, qui se situe à environ 4 500, a augmenté de près de 14 % par rapport à l'an dernier et de plus de 25 % depuis le début d'octobre 2022. Les prévisions générales concernant les bénéfices globaux des entreprises constituant le S&P 500 pour les douze prochains mois s'élèvent à 238 \$ US, ce qui implique une valorisation d'environ 19 fois cette estimation, alors que ce multiple était inférieur à 15 l'automne dernier. Selon nous, les investisseurs en actions anticipent un atterrissage en douceur de l'économie et une remontée respectable des bénéfices vers la fin de l'année et au début de 2024. Étant donné les niveaux actuels des valorisations boursières et des taux d'intérêt, nous devons toutefois reconnaître que les risques augmentent.



Perspectives régionales – Canada



Sarah Neilson, CFA

V.-p. et première gestionnaire de portefeuille
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.



Irene Fernando, CFA

V.-p. et première gestionnaire de portefeuille
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

L'indice de référence des actions canadiennes, l'indice composé S&P/TSX, a enregistré un rendement global de 4,6 % au cours du trimestre ayant pris fin le 31 août 2023. Sur la base du dollar américain, l'indice composé S&P/TSX a gagné 5,1 %, tandis que l'indice S&P 500 a progressé de 8,3 % et l'indice MSCI World, de 7,0 %.

Les marchés boursiers mondiaux ont grimpé au cours des trois derniers mois en raison du rendement spectaculaire d'un nombre relativement restreint d'actions liées à l'intelligence artificielle et de l'optimisme quant aux chances de l'économie d'éviter une récession profonde. La lutte contre l'inflation obstinément élevée a été la principale préoccupation des banques centrales et des investisseurs cette année. Bien que des données récentes aient indiqué que les tensions inflationnistes s'atténuent après une hausse rapide des taux d'intérêt, l'inflation reste supérieure aux cibles des banques centrales. Ces dernières continuent donc de relever les taux à court terme, mais à un rythme plus lent. Les taux d'intérêt à long terme ont monté en flèche ces derniers mois, ce qui pourrait pousser les valorisations vers le bas. Les économistes s'attendent toujours à ce que l'économie entre en récession en raison du resserrement de la politique monétaire, mais l'ampleur d'une telle crise demeure incertaine. Les rendements des actions dépendront en fin de compte de l'évolution des taux d'intérêt, de la gravité et de la durée d'une éventuelle récession et de son incidence sur la croissance des bénéfices des sociétés. Comme

toujours, les prix des marchandises influenceront fortement sur les rendements des actions canadiennes, étant donné l'importance de l'énergie et des matières dans l'indice. Ces secteurs refléteront les perspectives de croissance des pays en développement et émergents, où la croissance a tardé à se manifester.

L'inflation diminue de façon constante. La hausse des prix à la consommation au Canada a été de 3,3 % en juillet, en baisse par rapport à 4,4 % en avril et 8,1 % en juin 2022. Les coûts de l'énergie avaient fléchi jusqu'à tout récemment et l'inflation des produits alimentaires a également ralenti. En revanche, le coût des logements continue de grimper du fait de l'augmentation des taux hypothécaires et des loyers. En juillet, la Banque du Canada (BdC) a relevé son taux directeur à 5 % dans le but de ramener l'inflation vers sa cible de 2 %. La BdC prévoit que l'inflation restera proche de 3 % au cours des deux prochaines années, compte tenu de la vigueur persistante de l'économie et des conditions tendues sur le marché du travail. Cette année, le Canada a affiché un taux de croissance démographique de 2,7 %, soit le plus élevé de son groupe de pairs, ce qui a contribué à l'augmentation des dépenses de consommation et de la demande de logements. Les économistes ont revu à la hausse leurs attentes relatives à l'économie intérieure ; ils s'attendent maintenant à ce qu'elle progresse de 1,5 % en 2023, mais ralentisse ensuite à 0,8 % en 2024. Selon les prévisions générales, la BdC devrait conserver son taux directeur actuel pour le reste de 2023.

Le secteur de la finance, dominé par les grandes banques, a légèrement progressé au cours des trois derniers mois, les investisseurs demeurant préoccupés par l'incidence des taux d'intérêt élevés sur les portefeuilles de prêts hypothécaires et commerciaux. Le secteur des services publics a fini au dernier rang ce trimestre. De fait, les secteurs d'activité affichant des niveaux d'endettement importants ont pâti des craintes que la hausse des taux d'intérêt entraîne un refinancement des dettes à des taux beaucoup plus élevés. Le secteur des matières a dégagé un rendement légèrement positif, alors que les prix de l'or, des métaux et du bois d'œuvre n'ont guère changé.

Les analystes ont réduit leurs prévisions de bénéfices des sociétés de l'indice S&P/TSX pour 2023 et 2024. En raison des prévisions de diminution des prix des marchandises parallèlement au ralentissement de la croissance et à l'augmentation des taux d'intérêt, les perspectives de bénéfices ont été réduites de 8 % en 2023. En ce qui concerne l'année 2024, les bénéfices des sociétés canadiennes devraient croître de 11 %, grâce à de meilleurs rendements dans les secteurs de la finance, de l'énergie et des matières. Ce scénario s'avérera probablement trop optimiste en cas de récession. L'indice S&P/TSX se négocie à 13,3 fois les bénéfices prévisionnels, en deçà de sa moyenne à long terme de 14,5. Le S&P/TSX reste nettement sous-évalué par rapport au S&P 500, notamment en raison de la forte pondération des banques et des secteurs cycliques comme l'énergie et les matières dans l'indice de référence canadien.

D'après les prévisions générales actuelles, les bénéfices des banques auront perdu 5 % à la fin de l'exercice se terminant en octobre 2023, et cette faiblesse se reflète dans la contre-performance des banques par rapport au S&P/TSX au cours de la période. Les six grandes banques nationales se négocient à 9,9 fois les bénéfices prévisionnels, soit 11 % de moins que la moyenne à long terme. Les valorisations des titres bancaires traduisent les préoccupations liées à une récession de plus en plus probable et les inquiétudes quant à la santé financière des consommateurs canadiens. La hausse des taux d'intérêt crée des risques importants pour les propriétaires dont l'hypothèque doit être renouvelée, ce qui nuit à l'accessibilité et aux dépenses discrétionnaires. La forte progression des dépenses imputable à l'inflation, les pressions exercées sur la croissance des revenus par la détérioration du contexte d'exploitation aux États-Unis et

l'augmentation des provisions pour prêts douteux sont autant de facteurs qui contribuent à la morosité des perspectives de bénéfices. De plus, la hausse des coûts de financement continue de poser problème aux banques canadiennes et américaines. Les fonds propres demeurent élevés, car les banques font face à des exigences réglementaires accrues à cet égard. Au Canada, le Bureau du surintendant des institutions financières a relevé de 50 points de base la réserve pour stabilité intérieure, une exigence réglementaire clé, qui passera à 3,5 % du total des actifs pondérés en fonction du risque à compter du 1^{er} novembre 2023. Par conséquent, les banques dont les fonds propres avoisinaient le montant minimal requis doivent préserver et accroître leurs capitaux, ce qui est susceptible d'entraver la croissance à court terme. Bref, les perspectives de croissance du BPA pour 2024 seront peu prometteuses jusqu'à ce que les affaires reprennent. D'ici là, le secteur devrait se négocier en deçà du niveau historique.

Le secteur de l'énergie a progressé de 10 % au cours de la période de trois mois, les prix du pétrole brut s'étant redressés grâce à la vigueur économique persistante qui a soutenu la demande de pétrole et de gaz naturel. Les prix pétroliers nord-américains ont grimpé de 18 % depuis le début de l'année, et les prix du gaz naturel, de 13 %. Les perspectives pour le pétrole brut s'appuient sur une demande mondiale robuste et stable et sur une offre limitée, compte tenu des nouvelles réductions de production annoncées plus tôt cette année par l'OPEP. Les prix du pétrole brut demeureront sans doute volatils, car les investisseurs recherchent un équilibre entre la force de la demande persistante et les possibles répercussions négatives d'une récession. Les producteurs d'énergie du Canada prévoient l'achèvement de deux grands projets d'infrastructure sur la côte ouest de la Colombie-Britannique, soit l'installation d'exportation de LNG Canada et, à un coût exorbitant, l'expansion du pipeline Trans Mountain. Ces projets devraient stimuler la demande de ressources pétrolières du pays à compter du milieu de 2024 et pourraient encourager une consolidation entre les producteurs qui tentent d'immobiliser des ressources. Le segment des infrastructures énergétiques, dont les bénéfices ont souffert de la hausse des taux d'intérêt, pourrait constituer un point faible du secteur. Toute amélioration des perspectives reposera essentiellement sur une réduction des dettes et la collecte de fonds pour des projets susceptibles de générer des rendements intéressants.



Perspectives régionales – Europe



Elma de Kuiper

Gestionnaire de portefeuille
RBC Global Asset Management (UK) Limited

Les actions européennes ont poursuivi leur forte progression cette année, affichant un rendement en dollars américains de 12,4 % au 31 août 2023 et de 3,7 % pour le dernier trimestre. L'Europe a cependant été à la traîne de l'indice mondial d'un peu plus de trois points de pourcentage au cours du trimestre, un résultat particulièrement notable par rapport aux actions américaines, qui ont profité de l'influence démesurée d'une poignée de titres de sociétés technologiques à grande capitalisation. Les actions ont fluctué en raison de la crainte que les banques centrales soient forcées de prolonger les hausses de taux d'intérêt, car l'inflation, bien qu'elle ait ralenti, n'a pas diminué aussi vite que ce qu'on espérait.

Les indicateurs avancés brossent toujours un tableau morose pour l'Europe. Les estimations de bénéfices par action sont en baisse, mais c'est l'inflation qui demeure la question la plus urgente. Elle est particulièrement persistante au Royaume-Uni et en Allemagne. Certains signes indiquent toutefois que la situation pourrait s'améliorer. Alors que la zone euro est entrée dans une courte récession, les PIB ayant diminué au quatrième trimestre de 2022 et au premier trimestre de 2023, les marchés du travail se sont avérés plus solides que prévu.

D'après plusieurs indicateurs macroéconomiques, l'économie continue de ralentir. Les services, entre autres, ont reculé en juin et en juillet par rapport à leur sommet. Certains signes

précurseurs portent à croire que l'inflation est en train de ralentir, mais il est trop tôt pour annoncer la fin du cycle de resserrement, puisque les prix du pétrole se sont redressés dernièrement et que l'inflation demeure plus élevée que dans les dernières décennies. Les prix des maisons commencent à chuter, bien que les marchés boursiers se soient montrés remarquablement résilients, étant donné que le rendement en dividendes de l'indice MSCI Europe (3,4 %) est bien en deçà du taux d'intérêt de 6 % offert pour un dépôt bancaire sans risque.

Nos indicateurs de style ont commencé à faire état d'une récession ; même s'il ne s'agit pas d'une récession technique, cela signifie habituellement que les actions de valeur de sociétés à grande capitalisation et de grande qualité affichent un rendement supérieur. En effet, c'est ce segment du marché qui a inscrit les meilleurs résultats au cours des derniers mois. Fait surprenant, l'aggravation des signaux macroéconomiques a coïncidé avec la révision à la hausse des prévisions de bénéfices par les analystes pour les secteurs qui sont généralement associés à une croissance économique plus rapide, dont l'énergie et les produits industriels. Les bénéfices ont augmenté plus vite que les prix, ce qui a fait baisser les valorisations. Les bénéfices des sociétés des secteurs défensifs semblent être en voie de croître plus rapidement à court terme que ceux des sociétés des secteurs cycliques.

Bilans des sociétés et augmentation du coût de la dette

La croissance des marges bénéficiaires a eu ceci de positif qu'elle a permis aux entreprises de rembourser des dettes. En effet, les ratios dette nette/BATIA sont à leur plus bas niveau depuis près de dix ans. Bien que l'accumulation de dettes ait été rapide pendant la pandémie, les ratios dette nette/capitaux propres ont progressivement diminué pour atteindre les niveaux d'avant la pandémie et se situent maintenant près de la moyenne des 20 dernières années. Qui plus est, les liquidités demeurent abondantes (les niveaux sont supérieurs à ceux des 15 dernières années en pourcentage de l'actif), et de nombreuses entreprises ont décroché des prêts à des taux qui resteront très bas pour les prochaines années.

Tous ces éléments nous rassurent quant à la solidité de la situation financière des sociétés. Bien que les charges d'intérêts augmenteront parallèlement aux taux, le fardeau ou le risque que cela représente devrait être moins grand que lors des récessions précédentes. Cela ne veut pas dire pour autant que l'endettement ne pourra pas augmenter rapidement (c'est ce qui arrive généralement pendant une récession), mais la situation de départ est au moins plus favorable.

Des ennuis pour les marchés des capitaux européens

Des sociétés européennes ont continué de s'inscrire à la cote d'une bourse de valeurs américaine au deuxième trimestre, envoyant ainsi un avertissement aux décideurs du continent. Parmi les raisons d'un tel virage, citons une meilleure liquidité, une résistance moindre à la rémunération élevée des cadres supérieurs, et des exigences de divulgation et de gouvernance moins pénibles. Les dirigeants de sociétés de biotechnologie et de logiciels ont également remarqué que leurs actions prennent de la valeur sur les bourses de valeurs américaines. Résultat, en 2022, la valeur des inscriptions en Europe a chuté à son plus bas niveau en une décennie. Une seule opération, soit le PAPE de 75 milliards d'euros de Porsche, a représenté 60 % du montant réuni au total. Au Royaume-Uni, les sociétés nouvellement inscrites ont levé 90 % de moins en 2022 qu'en 2021.

Parmi les sociétés qui ont quitté figurent Linde, une société industrielle allemande ; CRH, une entreprise de construction irlandaise ; Flutter, une société de jeu ; Ryanair ; et Abcam,

qui fabrique des composés utilisés par les entreprises pharmaceutiques pour la découverte de nouveaux médicaments. ARM, un concepteur de puces qui était inscrit à la cote de la bourse de Londres lors de son acquisition par SoftBank, en 2016, a récemment déposé une demande d'inscription en bourse aux États-Unis plutôt qu'au Royaume-Uni. On dit que la société pourrait avoir une valeur de marché d'environ 50 milliards de dollars américains.

Des signes indiquent que des changements sont en cours pour régler le problème, surtout au Royaume-Uni, où les autorités modifient les règles régissant la comptabilité des fonds de pension et abrogent des règlements qui avaient été mis en place à cause de la crise financière.

Conclusion

Les actions européennes se trouvent actuellement à un stade intéressant. La conjoncture macroéconomique est morose, l'inflation est élevée et des pressions s'exercent sur les consommateurs. Le Royaume-Uni, dont la situation dictera peut-être le maintien de taux d'intérêt élevés, présente des risques accrus. L'inflation est relativement faible dans le sud de l'Europe, mais l'économie de la région pourrait pâtir de la hausse des taux nécessaire dans les pays nordiques, où l'inflation est relativement élevée. L'inflation a fini par grignoter les marges bénéficiaires des entreprises, et nous sommes d'avis que les prévisions générales de bénéfices ne reflètent peut-être pas pleinement cette tendance. Dans ce contexte, la meilleure stratégie consiste peut-être à surpondérer les sociétés capables d'augmenter les prix en fonction des coûts.

Il y a aussi des raisons d'être optimiste. Les entreprises européennes affichent leurs plus solides bilans depuis plus de dix ans, ce qui devrait accroître leur résistance face à l'augmentation continue des taux d'intérêt. En outre, les efforts déployés par les entreprises pour se désendetter compenseront en partie les répercussions des augmentations de taux. Bien que nous nous attendions à ce que l'inflation persiste plus longtemps en Europe qu'aux États-Unis, nous voyons des signes indiquant l'efficacité de la politique monétaire et une forte diminution de l'inflation par rapport à l'an dernier. Il est peut-être trop tôt pour annoncer la fin du cycle de resserrement, mais peut-être pourrait-on dire que c'est le « début de la fin » ?



Perspectives régionales – Asie



Chris Lai

Gestionnaire de portefeuille
RBC Global Asset Management (Asia) Limited

Les actions asiatiques ont affiché une légère progression au cours de la période de trois mois terminée le 31 août 2023, galvanisées par la réforme de la réglementation au Japon et la solide croissance économique en dehors de la Chine. Parmi les titres qui ont affiché les meilleurs résultats, notons ceux de Taïwan, du Japon et de l'Inde, tandis que ceux de la Chine et de Hong Kong ont tiré de l'arrière. À Taïwan, les sociétés de technologie de l'information ont affiché de bons résultats, compte tenu de leur exposition à l'intelligence artificielle (IA), qui est devenue le moteur des sociétés de semi-conducteurs et d'autres entreprises liées à l'IA. Le rendement supérieur du Japon s'explique en partie par les efforts déployés par la bourse de valeurs pour améliorer la gouvernance d'entreprise et le rendement des actions. L'Inde a bénéficié d'une solide croissance économique, d'une inflation relativement modérée, d'un gouvernement favorable aux entreprises et de crédits bancaires généreux. Les prévisions concernant le PIB de la Chine pour 2023 continuent d'être révisées à la baisse, passant récemment de 5,5 % à 5 %, étant donné que le secteur résidentiel chinois reste faible, à l'instar de la confiance des ménages et des entreprises.

Le ralentissement de la Chine inquiète l'ensemble de l'Asie, car il est peu probable que le soutien politique de Beijing suffise à accélérer fortement la croissance économique à court terme. Taïwan, Hong Kong, la Corée du Sud, Singapour et la Malaisie sont particulièrement exposés au

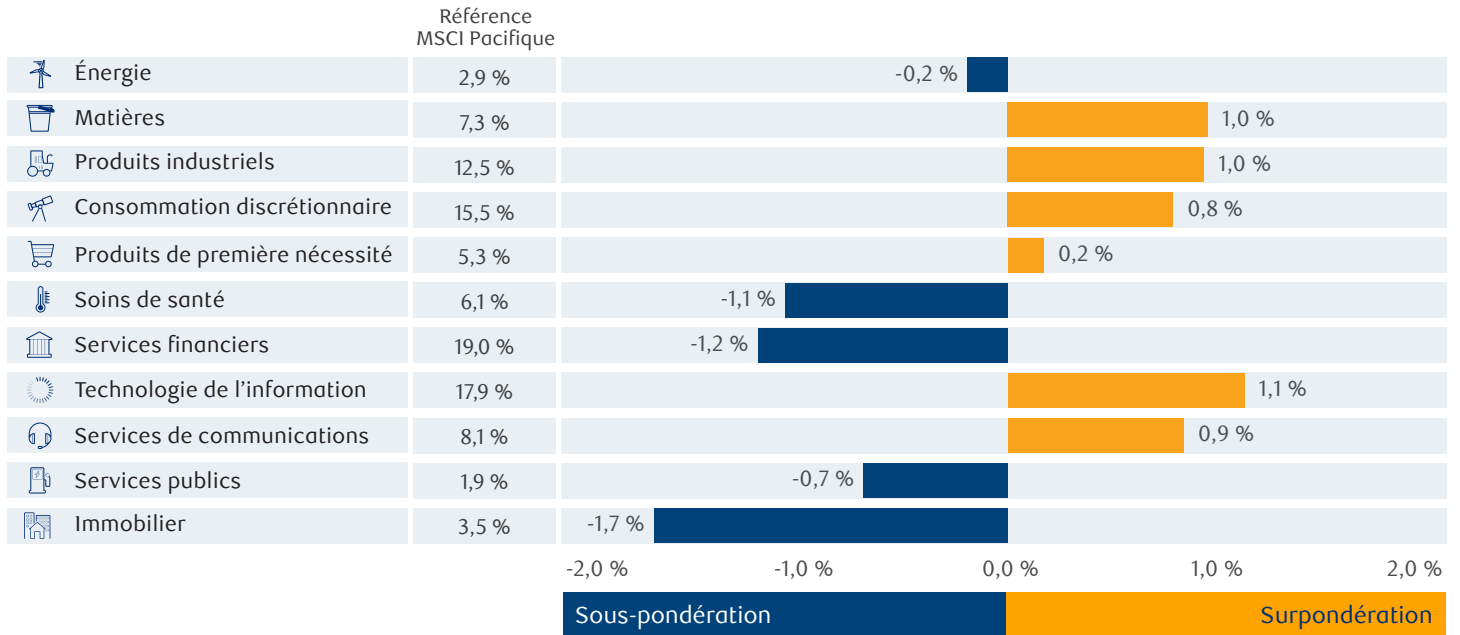
ralentissement de la Chine en raison du commerce, tandis que l'Inde est la moins touchée. Nous nous attendons à ce que d'autres banques centrales procèdent à un assouplissement monétaire avant la Réserve fédérale aux États-Unis ; ainsi, la Chine, l'Indonésie, la Corée du Sud et les Philippines chercheront à réduire leurs taux puisque l'inflation a progressivement diminué.

Japon

L'économie japonaise devrait croître de 1,3 % en 2023, comparativement à une croissance de 1,1 % l'an dernier. Un récent sondage de la Banque du Japon a confirmé que les entreprises ont confiance en leurs perspectives, en particulier dans les services. Les petites et moyennes entreprises ont indiqué qu'elles prévoyaient maintenir ou accroître leurs dépenses en immobilisations en raison de l'augmentation des prix des biens d'équipement et de la nécessité de combler le retard en ce qui a trait aux investissements mis en veilleuse pendant la pandémie. Les pénuries de personnel stimulent aussi les dépenses en immobilisations. À l'échelle nationale, nous constatons une solide croissance des services et une remontée soutenue du nombre de touristes étrangers.

L'inflation s'est atténuée et devrait reculer à 2,3 % au quatrième trimestre de cette année, contre 3,3 % au deuxième trimestre, après avoir culminé à près de 4 % à la fin de 2022. La faiblesse

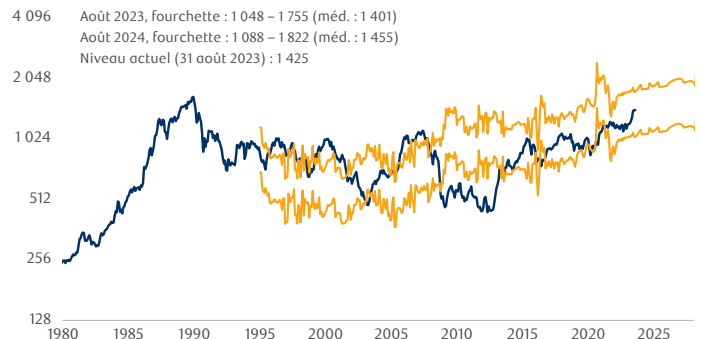
Asie – Pondérations sectorielles recommandées



Nota : Au 31 août 2023. Source : RBC GMA

« Nous croyons que la faiblesse économique généralisée incitera Beijing à dynamiser les dépenses budgétaires et à assouplir la politique monétaire. »

Fourchette d'équilibre, indice MSCI Japon Valorisations et bénéfices normalisés



Source : RBC GMA

relative du yen a stimulé le coût des importations cette année, tout comme les répercussions des pénuries de main-d'œuvre. La résorption de la déflation depuis la pandémie a permis à la Banque du Japon de commencer à délaissier les taux d'intérêt extrêmement bas.

Reste de l'Asie

L'activité intérieure de la Chine a été en berne, les ventes au détail ayant diminué dans un contexte de faible confiance des consommateurs. Le chômage des jeunes suscite des craintes, ayant grimpé à 21 % chez les personnes âgées de 16 à 24 ans. Dans le secteur immobilier, le nombre de transactions immobilières diminue à l'instar des prix. Nous croyons que la faiblesse économique généralisée incitera Beijing à dynamiser les dépenses budgétaires et à assouplir la politique monétaire. Après les récentes baisses de taux, nous prévoyons que la Banque populaire de Chine en décrètera deux autres. Le gouvernement central chinois apportera son soutien aux gouvernements locaux, accélérera les investissements d'infrastructure et mettra en place d'autres mesures qui encourageront les prêts bancaires et autres formes de prêts. Nous nous attendons aussi à ce que Beijing autorise les gouvernements locaux à prendre des mesures supplémentaires pour soutenir le secteur immobilier.

Les économistes prévoient que la croissance du PIB indien ralentira en 2023, passant de 7 % l'an dernier à 6 % ; pour sa part, l'inflation devrait s'atténuer, passant de 7 % à 5 % en raison de l'affaiblissement de la croissance et de la baisse des prix des produits de base. Selon nous, le recul de l'inflation permettra à la banque centrale d'amorcer l'abaissement des taux d'intérêt, qui devraient diminuer de 50 à 75 points de base (pb) d'ici au premier trimestre de 2024, à condition que l'inflation reste maîtrisée. Le gouvernement a présenté un budget qui comportait d'importantes dépenses d'infrastructure et prévoit un déficit correspondant à 6,2 % du PIB pour l'exercice en cours, comparativement à 6,4 % pour l'exercice précédent.

En Indonésie, la croissance économique reste solide ; la croissance du PIB devrait atteindre 5,1 % pour l'exercice en cours, contre 5,3 % l'an dernier. Les dépenses des ménages demeurent robustes et les dépenses d'investissement devraient ralentir à l'approche du quatrième trimestre de 2023, en raison de l'effet décalé du relèvement des taux d'intérêt et de l'incidence de la baisse des prix du pétrole et des minerais sur l'économie indonésienne, tributaire des marchandises. Nous nous attendons à ce que la banque centrale de l'Indonésie accorde la priorité à la stabilité monétaire plutôt qu'à la croissance économique ; par conséquent, elle ne devrait pas se précipiter pour réduire les taux d'intérêt.

En Corée du Sud, nous prévoyons que le ralentissement de la consommation intérieure donnera lieu à une récession modérée au second semestre de 2023. Le secteur manufacturier fait belle figure, grâce à la solide production automobile et à la croissance plus forte que prévu de la production de puces. L'inflation s'est estompée, en raison de la chute des prix de l'énergie et du tassement de la demande intérieure, ce qui procure une marge de manœuvre à la Banque de Corée pour envisager des baisses de taux en octobre. Nous prévoyons désormais une réduction des taux de 50 pb d'ici la fin de 2023, puis de 150 pb au total en 2024. Le taux directeur s'établit actuellement à 3,50 %.

Nous nous attendons à ce que l'économie australienne ralentisse, car l'inflation à 5 % incite à la banque centrale à poursuivre le relèvement des taux d'intérêt. Dans ce contexte, la consommation devrait ralentir et les taux hypothécaires augmenter, offrant un répit au marché du travail qui n'a jamais été aussi effervescent depuis une génération. La forte croissance démographique attribuable à l'immigration et l'augmentation des dépenses budgétaires portent à croire que l'inflation pourrait être plus forte que ce que les économistes prévoient actuellement, en particulier dans les services. Dans ce contexte, nous nous attendons à ce que la banque centrale décrète une nouvelle hausse de 25 pb de son taux directeur en novembre.



Perspectives régionales – Marchés émergents



Ashna Yarashi-Shah

Gestionnaire de portefeuille
RBC Global Asset Management (UK) Limited

Les actions des marchés émergents ont inscrit un rendement de 4,6 % au cours de la période de huit mois terminée le 31 août 2023, soit moins que les actions des marchés développés, qui ont enregistré un rendement de 16,1 % au cours de la période. Cette faiblesse relative est en grande partie attribuable aux piètres résultats de la Chine, qui représente 28,6 % de l'indice de référence des actions des marchés émergents. Au cours de la période de trois mois, les actions des marchés émergents ont affiché un rendement de 3,5 %, tirant de l'arrière par rapport aux actions des marchés développés. Tous les chiffres sont exprimés en dollars américains.

L'économie de la Chine a connu une faiblesse généralisée à la suite de sa réouverture dans le sillage de la pandémie à la fin de 2022. Les consommateurs chinois sont demeurés prudents, en raison des taux élevés de chômage chez les jeunes et de la faiblesse significative du marché immobilier résidentiel. Selon nous, la faiblesse de la consommation accroît la possibilité que des mesures de relance monétaire et budgétaire énergiques soient mises en place au cours des prochains mois. Du point de vue de l'évaluation, les actions chinoises se négocient à 10 fois les estimations de bénéfices sur 12 mois, comparativement à 11,6 fois en moyenne depuis 2006.

Au cours des 35 dernières années, les actions des marchés émergents ont connu quatre cycles de rendement importants ; la durée de chacun d'eux a varié entre six et

onze ans. Les périodes au cours desquelles les marchés émergents ont damé le pion aux marchés développés présentent quelques caractéristiques communes : la croissance des marchés émergents a dépassé celle des marchés développés, et les ratios cours/valeur comptable des marchés émergents ont été inférieurs à ceux des marchés développés au moment où les bénéfices par action des marchés émergents augmentaient en dollars américains. En revanche, les cycles de rendement inférieur ont été imputables au ralentissement de la croissance des bénéfices par action des marchés émergents.

Au cours du plus récent cycle du marché baissier, qui a débuté en 2010, les bénéfices par action des marchés émergents se sont contractés de 1,1 % et le recul des valorisations des marchés émergents a été supérieur de 5,6 % à celui des valorisations des marchés développés. En ce qui concerne la rentabilité, nous constatons que les marges des marchés émergents sont inférieures à celles des marchés développés depuis juillet 2013. Nous prévoyons que la croissance des bénéfices sur les marchés émergents surpassera celle des marchés développés au cours des deux prochaines années, ce qui rappelle la tendance de 2016-2018 alors que l'écart de rendement était de 26 %. Nous sommes d'avis que la croissance des bénéfices des marchés émergents sera stimulée par des pays comme la Corée du Sud et Taïwan, où nous entrevoyons de solides perspectives de reprise cyclique des bénéfices dans un contexte de

réduction de la production et des stocks et de demande de semi-conducteurs liée à l'explosion de l'intelligence artificielle.

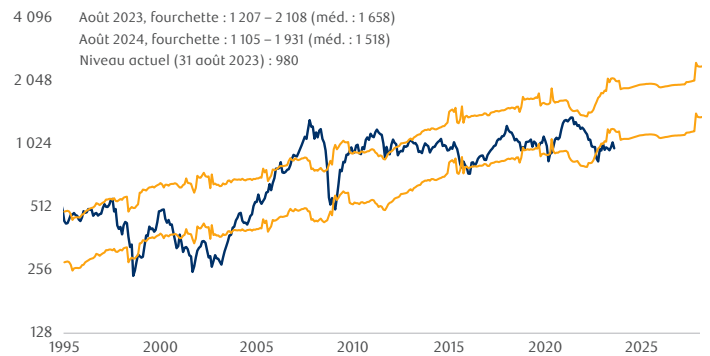
L'inflation a été un phénomène mondial ces dernières années, provoquée par les mesures budgétaires et monétaires mises en place en réaction à la pandémie de COVID-19, les perturbations des chaînes logistiques et les répercussions de la guerre entre la Russie et l'Ukraine sur les prix des denrées alimentaires et des produits de base. L'une des raisons qui pourraient expliquer en partie la flambée de l'inflation aux États-Unis et dans d'autres pays développés serait la montée en flèche de la masse monétaire déclenchée par les mesures sans précédent en réaction à la pandémie. Ces mesures ont été beaucoup plus modestes dans les pays émergents que dans les pays développés. Par exemple, en Chine et en Inde, l'augmentation de la masse monétaire globale entre février et décembre 2020 a été nettement inférieure à celle observée aux États-Unis.

Dans le passé, le resserrement rapide des politiques monétaires dans les marchés développés, en particulier aux États-Unis, a causé des tensions financières sur les marchés émergents, contraignant ces derniers à resserrer aussi leur politique monétaire afin de protéger leur monnaie et de prévenir l'inflation. Au cours du présent cycle, nous avons constaté que les banques centrales du Brésil, du Mexique et d'autres pays ont resserré leur politique monétaire beaucoup plus rapidement qu'aux États-Unis, et que l'inflation s'est atténuée tant dans les marchés émergents que développés. Cette décélération de l'inflation, conjuguée à la perspective d'une croissance mondiale modérée, amènera probablement de nombreuses banques centrales de pays émergents à se concentrer sur l'abaissement des taux d'intérêt plutôt que sur leur relèvement au cours des 12 prochains mois. Nous nous attendons à des baisses rapides des taux au Brésil et au Chili, qui contrasteront fortement avec les marchés développés, où il est plus probable que les banques centrales poursuivront le relèvement des taux au cours des 12 prochains mois.

Ces dernières années, la vigueur du dollar américain a représenté un défi de taille pour le rendement des actions des marchés émergents. Selon nous, diverses raisons expliquent pourquoi cette tendance pourrait maintenant s'inverser. Premièrement, les valorisations du dollar américain semblent fortement exagérées selon de nombreux paramètres. Le billet vert se négocie actuellement à des niveaux historiquement

MSCI Marchés émergents : niveau d'équilibre

Valorisations et bénéfices normalisés



Source : RBC GMA

élevés en fonction des échanges. Deuxièmement, les données fondamentales de l'économie américaine sont généralement pires que celles des marchés émergents. Aux États-Unis, le déficit du compte courant et les déficits budgétaires soulèvent des préoccupations et la viabilité à long terme de la dette du pays demeure incertaine.

Par ailleurs, de nombreux marchés émergents ont considérablement amélioré les soldes des comptes courants grâce à la vente de produits de base ou, dans le cas de l'Inde, grâce à une forte demande de services informatiques et de produits pharmaceutiques. À long terme, nous prévoyons que les monnaies des pays émergents s'apprécieront par rapport au dollar américain. L'intensification des tensions géopolitiques a accéléré la récente tendance à la « dédollarisation » des opérations sur marchandises, de nombreux pays émergents concluant des accords pour régler les opérations dans leur propre monnaie plutôt que de compter sur le dollar américain.

Nous prévoyons que la Chine occupera une place moins importante dans le commerce mondial de l'Occident – une tendance connue sous le nom de « remondialisation » –, ce qui offrira des occasions à long terme pour les exportateurs des marchés émergents. De plus en plus, nous constatons que les entreprises mondiales diversifient leurs chaînes logistiques alors qu'elles sont confrontées à des risques géopolitiques considérablement plus élevés, principalement sous la forme d'un accroissement des tensions commerciales

entre les États-Unis et la Chine. Puisque les exportations de la Chine vers les États-Unis ont diminué, les exportations vers d'autres marchés émergents ont augmenté. Depuis 2018, le pourcentage des exportations chinoises destinées à l'Amérique latine, à l'Afrique, à l'Inde et à l'Asie du Sud-Est a augmenté à 36 %, tandis que la part des États-Unis a reculé à 15 %.

Les économies de l'Asie du Sud-Est et de l'Inde restent les grandes gagnantes de la modification des chaînes logistiques, puisqu'elles bénéficient de la compétitivité liée aux coûts, du développement industriel, des liens avec les centres manufacturiers existants et de la hausse du nombre des consommateurs à revenu moyen. Ces deux dernières années, les pays d'Asie du Sud-Est ont gagné du terrain grâce aux investissements directs étrangers de la Chine et augmentent maintenant les commandes de sociétés américaines qui délaissent la Chine. Au cours de la dernière décennie, les investissements directs américains en Asie du Sud-Est ont augmenté au taux annuel moyen de 10 %, et nous prévoyons que les Philippines, l'Indonésie et la Thaïlande figureront sur la liste des pays « amis » de l'administration Biden, alors que le gouvernement américain cherche à reconfigurer les chaînes logistiques.



Comité des stratégies de placement RBC GMA

Membres



Daniel E. Chornous, CFA

Chef des placements

RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

Président, Comité des stratégies de placement RBC GMA

Dan Chornous est le chef des placements de RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. (RBC GMA), la filiale en propriété exclusive de la Banque Royale du Canada chargée de la gestion des portefeuilles. La société gère un actif de près de 562 milliards de dollars canadiens* pour les investisseurs institutionnels, fortunés et individuels. Ses mandats portent sur des titres à revenu fixe, des actions et des placements alternatifs au Canada et à l'étranger. Depuis son arrivée à RBC GMA en novembre 2002, M. Chornous a été responsable de l'orientation générale de la politique et de la gestion des actifs au sein de la plateforme de placement mondiale de la société. Auparavant, il a occupé les postes de premier directeur général, Recherche sur les marchés des capitaux, et de stratégeste en chef à RBC Marchés des Capitaux.

Il s'est joint au conseil d'administration de RBC Gestion mondiale d'actifs immédiatement après son arrivée au sein de la société. En décembre 2010, il est devenu membre du conseil d'administration de BlueBay Asset Management à la suite de sa fusion avec RBC GMA. Il siège aussi au conseil d'administration de RBC Global Asset Management (UK) Ltd., en plus d'être membre du Comité stratégique de gestion du régime de retraite RBC et de présider le Comité des stratégies de placement RBC GMA, entre autres. M. Chornous est actif depuis de nombreuses années dans le secteur canadien des placements. Il a également siégé au conseil d'administration de la Coalition canadienne pour une bonne gouvernance de 2008 à 2020, et l'a présidée de 2012 à 2016. De surcroît, il est membre du conseil consultatif de la CFA Society Toronto, ancien membre du cabinet de campagne pour les dons importants de United Way Toronto et ancien administrateur de la Toronto Society of Financial Analysts ainsi que de la Winnipeg Society of Financial Analysts. Il détient un baccalauréat de l'Université du Manitoba (baccalauréat spécialisé en commerce, 1980) et fait aussi partie des Associés de l'Asper School of Business. M. Chornous a obtenu le titre d'analyste financier agréé en 1985.

* ASG en CAD au 31 août 2023



Soo Boo Cheah, MBA, CFA

Premier gestionnaire de portefeuille

RBC Global Asset Management (UK) Limited

Établi au Royaume-Uni, M. Cheah est responsable de la gestion des placements en titres à revenu fixe mondiaux. Il se spécialise dans l'évaluation des répercussions des politiques des banques centrales et des tendances macroéconomiques mondiales sur les obligations des pays développés. En tant que premier gestionnaire de portefeuille, il intègre un vaste éventail de stratégies de placement mettant en jeu les taux d'intérêt, les devises et les produits dérivés. M. Cheah a amorcé sa carrière dans le secteur des placements en 2000 et il est titulaire d'une maîtrise en administration des affaires de l'Université du Nouveau-Brunswick. Il détient aussi le titre d'analyste financier agréé (CFA) depuis 2002.



Dagmara Fijalkowski, MBA, CFA

Chef, Titres mondiaux à revenu fixe et devises

RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

En qualité de chef, Titres mondiaux à revenu fixe et devises, M^{me} Fijalkowski dirige une équipe de plus de 40 professionnels des placements en poste à Toronto, à Londres et à Minneapolis, qui gèrent près de 100 milliards de dollars d'actifs. En tant que gestionnaire de portefeuille, M^{me} Fijalkowski supervise la gestion de plusieurs fonds d'obligations, y compris le Fonds d'obligations RBC, et gère des stratégies de couverture du risque de change et de gestion active par superposition. Elle dirige le Comité stratégique de placement des titres à revenu fixe, qui détermine le niveau de risque approprié à prendre en tenant compte des conditions du marché. Elle siège au Comité de la politique de placement de RBC, qui est responsable de la composition de l'actif des produits de placement équilibrés, et au Comité des stratégies de placement RBC. En 2016, elle a été nommée au comité de direction de RBC GMA.

M^{me} Fijalkowski a débuté dans le secteur des placements en 1994. Elle a obtenu son MBA à la Richard Ivey School of Business de l'Université Western au Canada, et est titulaire d'une maîtrise en économie de l'Université de Lodz, en Pologne. Elle détient aussi le titre d'analyste financière agréée (CFA) depuis 1997.



Stuart Kedwell, CFA

Premier vice-président et
premier gestionnaire de portefeuille
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

M. Kedwell codirige l'équipe Actions nord-américaines et est membre du Comité des stratégies de placement RBC GMA, qui veille à l'élaboration des stratégies mondiales de répartition d'actif des fonds communs de placement et des portefeuilles des investisseurs institutionnels et de la clientèle privée fortunée pour toute l'entreprise. M. Kedwell a commencé sa carrière à RBC Dominion valeurs mobilières en 1996 en tant que membre du programme de généraliste de l'entreprise, un stage de deux ans au cours duquel les participants travaillent au sein de divers services de la société. En 1998, il est passé au groupe Services-conseils en gestion de portefeuilles de RBC Investissements, qui propose des idées et effectue des recommandations de placement aux conseillers en placement de RBC DVM. M. Kedwell a également fait partie du comité des stratégies de placement et du comité des placements vedettes de RBC DVM. Il est au service de l'entreprise depuis 2002 et détient le titre d'analyste financier agréé (CFA).



Eric Lascelles

Économiste en chef
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

À titre d'économiste en chef de RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. (RBC GMA), M. Lascelles est responsable de la mise à jour des prévisions de la société pour l'économie mondiale et de la production de recherches macroéconomiques. Il est également membre du Comité des stratégies de placement RBC GMA, soit le groupe responsable des recommandations générales de répartition de l'actif de RBC GMA. M. Lascelles livre fréquemment des commentaires dans les médias et fait régulièrement des présentations au sein de RBC GMA et à l'extérieur. Avant de se joindre à RBC GMA en 2011, M. Lascelles dirigeait une équipe d'économistes et de stratégestes en titres à revenu fixe dans une autre grande institution financière canadienne. Il a entamé sa carrière en tant qu'économiste-rechercheur pour un organisme du gouvernement fédéral.



Scott Lysakowski, CFA

Vice-président et premier gestionnaire de portefeuille
Chef, Actions canadiennes (Vancouver)
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

M. Lysakowski est chef de l'équipe Actions canadiennes établie à Vancouver. Ses tâches principales consistent à superviser la recherche sur les actions et la gestion de portefeuille des stratégies d'actions canadiennes de base de la société. M. Lysakowski est aussi le gestionnaire principal du Fonds à revenu canadien PH&N et du Fonds à revenu mensuel PH&N. Il a entamé sa carrière en gestion des placements au sein de l'entreprise en 2002, en qualité de premier analyste en recherche et de gestionnaire de portefeuille dans l'équipe Actions canadiennes à Toronto. Il a intégré l'équipe de Vancouver sept ans plus tard, et occupe son rôle de chef actuel depuis 2012. Au cours de ses 15 années au service de l'organisation, il a effectué des recherches et géré une vaste gamme de portefeuilles d'actions canadiennes, en particulier pour des mandats axés sur les dividendes et le revenu.



Hanif Mamdani

Chef des placements alternatifs
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

Hanif Mamdani est le chef des placements en obligations de sociétés et des placements alternatifs. Il est responsable de la stratégie de portefeuille et de l'exécution des opérations relatives à toutes les obligations de sociétés de première qualité et à rendement élevé. Il est le premier gestionnaire du Fonds d'obligations à rendement élevé PH&N et des stratégies alternatives, dont un fonds de couverture multistratégique. Il est aussi membre du Comité de répartition de l'actif. Avant d'entrer au service de PH&N en 1998, M. Mamdani a travaillé pendant 10 ans à New York, où il a exercé diverses fonctions dans les domaines du financement des entreprises, des marchés financiers et des opérations pour compte propre au sein de deux banques d'investissement mondiales. Il est titulaire d'une maîtrise de l'Université Harvard et d'un baccalauréat du California Institute of Technology.



Bryan Mascoe, CFA

Premier gestionnaire de portefeuille
Cochef, Titres à revenu fixe (Vancouver)
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

M. Mascoe est cochef et premier gestionnaire de portefeuille dans l'équipe Titres à revenu fixe PH&N. Il codirige les recherches sur les titres de créance de catégorie investissement. Dans l'exercice de ces fonctions, il s'occupe de gérer les portefeuilles d'obligations de sociétés et de réaliser les analyses de la solvabilité portant sur les émetteurs de titres de catégorie investissement. Il participe également à la stratégie et à l'exécution des ordres touchant les obligations de sociétés détenues dans des mandats généraux de titres à revenu fixe à court terme, universels et à long terme. M. Mascoe est titulaire d'un baccalauréat en commerce de l'Université de la Colombie-Britannique. Il est également boursier Leslie Wong en tant que diplômé de la Portfolio Management Foundation de l'Université de la Colombie-Britannique. M. Mascoe détient le titre d'analyste financier agréé (CFA) depuis 2005.



Sarah Riopelle, CFA

Vice-présidente et première gestionnaire de portefeuille,
Solutions de placements
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

Depuis 2009, Sarah Riopelle gère l'ensemble des solutions de portefeuille RBC, qui totalisent 180 milliards de dollars d'actifs. Elle est membre du Comité des stratégies de placement RBC GMA, qui établit la stratégie globale de la société, et du Comité de la politique de placement RBC GMA, qui est responsable de la stratégie de placement et de la répartition tactique d'actifs des produits équilibrés et des solutions de portefeuille des fonds RBC. En plus d'assurer la gestion de fonds, elle collabore étroitement avec le chef des placements de la société, veillant ainsi au bon fonctionnement de tous les volets de la gestion des placements à RBC GMA. Mme Riopelle est coprésidente du Comité de direction sur la diversité de RBC Gestion de patrimoine – Canada, ainsi que membre du Comité consultatif du doyen de l'École de gestion Telfer de l'Université d'Ottawa et de la faculté de gestion de l'Université Laurentienne. Mme Riopelle est entrée au service de RBC Gestion mondiale d'actifs en 2003 et a occupé divers postes liés aux stratégies de placement et aux actions canadiennes avant d'obtenir son mandat actuel en 2009. Auparavant, elle a travaillé à RBC Marchés des Capitaux, au sein des groupes Recherche quantitative et Stratégie de placement. Elle a commencé sa carrière dans le secteur des placements en 1996, après avoir obtenu un baccalauréat en commerce avec majeure en finance et en gestion des affaires internationales de l'Université d'Ottawa. Le titre d'analyste financière agréée lui a été décerné en 2001.



Martin Paleczny, CFA

Vice-président et premier gestionnaire de portefeuille
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

Martin Paleczny, qui évolue dans le domaine des placements depuis 1994, a commencé sa carrière au sein de Gestion de portefeuilles Banque Royale. Il y a acquis une expertise en gestion des produits dérivés et y a élaboré une politique et un processus liés à ces produits. Il est également spécialiste de l'analyse technique et se sert de son expérience pour mettre en place des produits dérivés et des stratégies de couverture pour des fonds d'actions, des fonds à revenu fixe, des fonds axés sur les devises et des fonds liés aux marchandises. Depuis qu'il est gestionnaire de portefeuille, M. Paleczny s'est concentré sur des stratégies de répartition mondiale pour l'ensemble des actifs en mettant l'accent sur l'utilisation de contrats à terme (normalisés et de gré à gré) et d'options. Il joue également le rôle de conseiller du Comité des stratégies de placement RBC GMA en matière d'analyse technique.



Kristian Sawkins, CFA

Vice-président et premier gestionnaire de portefeuille
Cochef, Titres à revenu fixe (Vancouver)
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

Cochef et premier gestionnaire de portefeuille au sein de l'équipe Titres à revenu fixe PH&N, Kristian Sawkins se consacre aux mandats d'obligations universelles ou à court terme. Il est aussi membre du Comité de répartition de l'actif de Phillips, Hager & North gestion de placements (PH&N). Il s'est joint à Phillips, Hager & North gestion de placements en qualité d'analyste associé au sein de l'équipe Actions canadiennes en 2002, puis est passé à l'équipe Titres à revenu fixe en 2005. Auparavant, M. Sawkins a occupé divers postes pendant trois ans pour une grande banque d'investissement de New York. Il est titulaire d'un baccalauréat en commerce de l'Université de la Colombie-Britannique. Il est également boursier Leslie Wong en tant que diplômé de la Portfolio Management Foundation de l'Université de la Colombie-Britannique. M. Sawkins détient le titre d'analyste financier agréé (CFA) depuis 2002.



Jaco Van der Walt, DCom

Vice-président et chef mondial,
Placements et recherche quantitative
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

À titre de chef mondial, Placements et recherche quantitative, Jaco Van der Walt dirige une équipe chevronnée animée par la volonté d'innover continuellement dans tous les domaines, y compris la recherche, la gestion de portefeuille, les données et les systèmes, afin de mettre à profit le mariage de l'homme et de la machine dans la prise de décisions de placement. Il occupait auparavant un poste de direction au sein de l'une des principales sociétés de services financiers d'Afrique du Sud, dont il dirigeait le bureau de la gestion des placements. Il possède également de l'expérience dans les domaines des pensions, de l'assurance, des services bancaires et de la gestion de patrimoine. En tant que propriétaire d'actifs, il a aussi présidé les conseils d'administration et comités des placements de divers régimes de retraite, faisant la promotion de l'excellence en placement et favorisant des changements transformationnels pour s'assurer que les membres atteignent leurs objectifs de retraite. Titulaire d'une maîtrise en économie de l'Université de Toronto et d'un doctorat de l'Université de Pretoria, M. Van der Walt a débuté sa carrière en placement en 1996.



Milos Vukovic, CFA

Vice-président, Politique de placement
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

M. Vukovic s'est joint à RBC en 2003. Il supervise les activités liées à la gestion de placement, comme le lancement de nouveaux fonds, l'analyse du rendement et l'analyse des coûts de négociation. Il a également pour mission d'élaborer et de surveiller les mandats de placement, et de mettre en œuvre la répartition tactique de l'actif de plusieurs solutions de placement de RBC GMA. Auparavant, M. Vukovic a travaillé pour l'un des quatre principaux cabinets comptables du pays, ainsi que pour deux sociétés de valeurs mobilières de premier plan. M. Vukovic détient une maîtrise en administration des affaires de la Schulich School of Business et a obtenu le titre de CFA en 2004.



Brad Willock, CFA

Vice-président et premier gestionnaire de portefeuille
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

En juillet 2002, Brad Willock a rejoint les rangs de RBC Gestion mondiale d'actifs, où il occupe le poste de premier gestionnaire de portefeuille. Il détient également le titre d'analyste financier agréé (CFA). Il est actuellement responsable des stratégies d'actions américaines de base et de revenu de RBC Gestion mondiale d'actifs. Il est entré au service de RBC en mai 1996 après avoir obtenu, avec mention, un baccalauréat en commerce de l'Université de Calgary. Auparavant, il avait obtenu un baccalauréat en sciences de l'Université de la Colombie-Britannique et avait fait partie de l'équipe canadienne de volleyball aux Jeux olympiques d'été de Barcelone en 1992.

Comité consultatif, Actions mondiales

> **Philippe Langham**

Chef et premier gestionnaire de portefeuille, Marchés émergents
RBC Global Asset Management (UK) Limited

> **Brad Willock, CFA**

V.-p. et premier gestionnaire de portefeuille, Actions nord-américaines
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

> **Mayur Nallamala**

Chef et premier v.-p., Actions asiatiques,
RBC Global Asset Management (Asia) Limited

> **Martin Paleczny, CFA**

V.-p. et premier gestionnaire de portefeuille, Répartition de l'actif et produits dérivés
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

> **David Lambert**

Premier gestionnaire de portefeuille et chef, Actions européennes
RBC Global Asset Management (UK) Limited

Comité consultatif, titres mondiaux à revenu fixe et devises

> **Dagmara Fijalkowski, MBA, CFA**

Chef, Titres mondiaux à revenu fixe et devises
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

> **Soo Boo Cheah, MBA, CFA**

Premier gestionnaire de portefeuille, Titres mondiaux à revenu fixe et devises
RBC Global Asset Management (UK) Limited

> **Joanne Lee, MFin, CFA**

Première gestionnaire de portefeuille Titres mondiaux à revenu fixe et devises
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

> **Eric Lascelles**

Économiste en chef
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

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.

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.

RBC Gestion mondiale d'actifs

® / ^{MC} Marque(s) de commerce de Banque Royale du Canada, utilisée(s) sous licence.
© RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. 2023

Date de publication : 15 septembre 2023

100538 (09/2023)

GLOBAL INVESTMENT OUTLOOK_FALL-2023_F10/04/2023

