

# REGARD SUR LES PLACEMENTS MONDIAUX

Comité des stratégies de placement RBC GMA



PRINTEMPS 2019



Gestion  
mondiale d'actifs

# 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

<b>SOMMAIRE</b>	3	<b>MARCHÉS DES CHANGES</b>	56
<b>Regard sur les placements mondiaux</b>		<b>Le billet vert n'est pas encore prêt à entamer une période baissière</b>	
Eric Savoie, MBA, CFA – Stratégiste associé, Placements, RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.		Dagmara Fijalkowski, MBA, CFA – Chef, Titres mondiaux à revenu fixe et devises, RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.	
Daniel E. Chornous, CFA – Chef des placements, RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.		Daniel Mitchell, CFA – Gestionnaire de portefeuille, RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.	
<b>PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES ET DES MARCHÉS FINANCIERS</b>	6	<b>PERSPECTIVES RÉGIONALES</b>	
Comité des stratégies de placement RBC GMA		<b>États-Unis</b>	63
<b>RÉPARTITION DE L'ACTIF RECOMMANDÉE</b>	7	Brad Willock, CFA – V.-p. et premier gestionnaire de portefeuille, RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.	
Comité des stratégies de placement RBC GMA		<b>Canada</b>	66
<b>RENDEMENT DES MARCHÉS FINANCIERS</b>	12	Sarah Neilson, CFA – Gestionnaire de portefeuille, RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.	
Milos Vukovic, MBA, CFA – V.-p. et chef, Politique de placement, RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.		Irene Fernando, CFA – Gestionnaire de portefeuille, RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.	
<b>REGARD SUR LES PLACEMENTS MONDIAUX</b>	16	<b>Europe</b>	69
<b>Les banques centrales à la rescousse</b>		Dominic Wallington – Chef, Actions européennes, et premier gestionnaire de portefeuille, RBC Global Asset Management (UK) Limited	
Eric Lascelles – Économiste en chef, RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.		<b>Asie</b>	72
Eric Savoie, MBA, CFA – Stratégiste associé, Placements, RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.		Chris Lai – Analyste, Actions asiatiques, RBC Investment Management (Asia) Limited	
Daniel E. Chornous, CFA – Chef des placements, RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.		<b>Marchés émergents</b>	75
<b>MARCHÉS MONDIAUX DES TITRES À REVENU FIXE</b>		Laurence Bensafi, CFA – Chef déléguée et gestionnaire de portefeuille, RBC Global Asset Management (UK) Limited	
<b>Perspectives du marché obligataire</b>	50	<b>COMITÉ DES STRATÉGIES DE PLACEMENT RBC GMA</b>	78
Soo Boo Cheah, MBA, CFA – Premier gestionnaire de portefeuille, RBC Global Asset Management (UK) Limited			
Taylor Self, MBA – Premier analyste, RBC Global Asset Management (UK) Limited			
<b>Orientation des taux</b>	52		
Soo Boo Cheah, MBA, CFA – Premier gestionnaire de portefeuille, RBC Global Asset Management (UK) Limited			
Suzanne Gaynor – V.-p. et première gestionnaire de portefeuille, RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.			

Page intentionnellement laissée en blanc.

# SOMMAIRE

---

**Eric Savoie, MBA, CFA**

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

**Daniel E. Chornous, CFA**

Chef des placements  
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

---

Les banques centrales ont adouci le ton, ce qui a apaisé les craintes de relèvement des taux d'intérêt et favorisé les actifs à risque. Cependant, des obstacles comme le protectionnisme, l'atténuation des effets des mesures budgétaires et le resserrement des conditions financières continuent de nuire à l'évolution de la croissance mondiale.

## La croissance mondiale ralentit, mais progresse encore à un rythme raisonnable

À la suite de la forte croissance de 2017 et 2018, l'économie ralentit, et nous nous attendons à ce que cette tendance se maintienne cette année et l'année prochaine. La décélération était en grande partie intégrée à nos prévisions du dernier trimestre, mais la baisse de confiance attribuable à la volatilité des marchés financiers et la longue paralysie du gouvernement américain, qui n'était pas prévue dans notre scénario de base il y a un trimestre, ont eu des répercussions négatives sur l'économie.

Globalement, nous prévoyons une croissance de 3,50 pour cent en 2019 et de 3,25 pour cent en 2020, comparativement à près de 4,00 pour cent pour les deux dernières années. Il est possible que l'essoufflement se poursuive en 2020, étant donné que les capacités excédentaires ont régressé et que les États-Unis feront face à des difficultés budgétaires l'année prochaine. Les perspectives des marchés émergents sont un peu plus encourageantes, mais nous nous attendons aussi à un ralentissement modéré, soit à une croissance de 5,25 pour cent en 2019 et de 5,00 pour cent en 2020. Bref, nous prévoyons un fléchissement de la croissance, mais ces taux restent assez intéressants comparativement à la normale d'après-crise.

## Les risques pesant sur nos perspectives évoluent sans cesse

Les trois principaux risques qui pèsent sur nos perspectives sont le protectionnisme, la croissance en Chine ainsi que le cycle économique aux États-Unis. Même si le risque découlant du protectionnisme a cessé de s'accroître fortement, les mesures prises jusqu'à maintenant commencent à nuire à l'économie, comme en témoigne le ralentissement des échanges commerciaux mondiaux. Les États-Unis mènent la bataille des tarifs, et nous continuons de privilégier un scénario négatif qui prévoit le maintien de la plupart des tarifs actuellement imposés, ainsi qu'une possible escalade des tensions entre les États-Unis et la Chine ou dans le secteur automobile. En Amérique du Nord, l'AEUMC conclu à l'automne pourrait encore poser problème, car il existe selon nous une faible probabilité qu'il ne soit pas approuvé en fin de compte. En outre, le ralentissement de l'activité en Chine est assez préoccupant, étant donné que le pays est maintenant la deuxième puissance économique du monde et le plus grand moteur de la croissance mondiale. Le gouvernement chinois a annoncé diverses mesures budgétaires et monétaires pour stimuler la croissance, mais ce faisant, il a ravivé les craintes de problèmes d'endettement potentiels.

## Le cycle économique aux États-Unis tire à sa fin et continue d'avancer

Notre fiche de pointage continue d'indiquer que le cycle économique aux États-Unis tire à sa fin et a révélé certaines variations sous-jacentes depuis le dernier trimestre. Les 17 intrants de la fiche de pointage indiquent rarement la même direction, mais nous nous trouvons manifestement dans le stade avancé du cycle. Fait intéressant, la deuxième probabilité la plus forte n'est plus que l'économie serait en milieu de cycle, comme c'était le cas le trimestre dernier, mais en fin de cycle. Les facteurs accréditant la thèse selon laquelle le cycle économique en est au stade avancé sont les suivants : l'économie des États-Unis a atteint les limites extrêmes de ses capacités, le taux de défaillance relatif aux prêts-auto culmine et continue d'augmenter, et la courbe des taux est très plate. Le fait que nous sommes dans le stade avancé ne signifie pas nécessairement que les investisseurs devraient éviter de prendre des risques. Il en ressort plutôt que le ratio risque-rendement n'est plus aussi intéressant qu'il ne l'était dans les stades précédents, et que la volatilité sera probablement plus élevée dans un tel contexte.

## La vigueur du dollar US se maintiendra probablement pendant notre période de prévision

Plusieurs facteurs continuent de soutenir le dollar US

comparativement à d'autres grandes devises. L'économie américaine reste vigoureuse par rapport au reste du monde, et les taux d'intérêt sont plus élevés en Amérique que dans d'autres grandes régions. Selon notre modèle, le dollar US serait surévalué, mais pas assez pour nécessiter un ajustement économique important à court terme. En outre, le statut de valeur refuge du dollar US signifie qu'en général, cette monnaie s'apprécie lorsque les actifs à risque connaissent une période difficile. Tandis que de nombreux investisseurs se demandent si le dollar US ne serait pas mûr pour une période de faiblesse après une période haussière de près d'une décennie, nous croyons qu'il suivra probablement un processus de plafonnement mouvementé pendant encore un moment.

## Les banques centrales adoptent le statu quo

Les banques centrales ont cessé de resserrer activement leur politique monétaire dans un contexte de ralentissement de la croissance, de baisse de l'inflation et de hausse de la volatilité des marchés financiers. Nous ne prévoyons aucun relèvement des taux dans les principales régions au cours de la prochaine année : la croissance économique ralentit et, selon nous, le taux directeur neutre se situe dans la partie inférieure de la fourchette des estimations des banques centrales. Nous pensons en outre que les

banques centrales privilégieront un assouplissement de leurs politiques, car elles souhaiteront stimuler la croissance au lieu de réduire les pressions inflationnistes. La politique accommodante des banques centrales réduit le risque de récession à court terme, mais pourrait encourager la prise de risque, ce qui augmente la probabilité de récession subséquente. En Europe et au Japon, les banques centrales se trouvent en position particulièrement précaire, car elles n'ont encore mis fin à aucune mesure de relance monétaire. Il semble inapproprié de le faire maintenant, compte tenu du ralentissement économique. La Banque centrale européenne et la Banque du Japon risquent donc de ne pas jouir de la marge de manœuvre requise pour prendre des mesures de relance adéquates lorsque le présent cycle touchera à sa fin.

## Les taux des obligations d'État reculent dans toutes les régions

Lors du dernier trimestre, les obligations mondiales d'État ont progressé en réaction à la baisse des attentes de croissance économique et à la légère diminution de l'inflation. Toutefois, la raison la plus importante est peut-être le fait que les banques centrales ne sont plus sur le point de relever les taux d'intérêt. Les taux des obligations d'État à dix ans s'établissent actuellement en deçà de notre estimation du point d'équilibre dans

l'ensemble des principales régions, particulièrement à l'extérieur de l'Amérique du Nord. Même si nos modèles continuent de laisser croire que les taux d'intérêt sont à des niveaux anormalement bas et que les taux obligataires progresseront donc probablement à long terme, nous sommes conscients que le fléchissement de la croissance économique et la faiblesse de l'inflation pourraient limiter les pressions à la hausse à court terme. Par conséquent, nous avons abaissé nos prévisions pour les taux des obligations d'État à dix ans dans les principales régions par rapport au dernier trimestre.

### **Les actions se sont redressées à la suite d'une liquidation généralisée qui avait fait chuter les valorisations**

À la suite de la correction boursière de l'an dernier, les valorisations des actions sont tombées à des niveaux très intéressants, ce qui a optimisé le potentiel de rendement total et créé les conditions préalables au redressement subséquent. Les principaux marchés boursiers mondiaux ont accusé des pertes de plus de 10 pour cent en 2018 et, tandis que la liquidation s'intensifiait en décembre, notre indicateur composite de valorisations boursières mondiales a atteint son plus bas niveau en sept ans. La forte ascension des actions depuis le début de 2019 a été réalisée à partir de faibles niveaux. Elle a été

alimentée par la nouvelle position des banques centrales et par le progrès des négociations entre les États-Unis et la Chine en vue d'un accord commercial. Même si les actions ont bien fait depuis le début de l'année, nos modèles laissent entendre que le redressement se poursuivra à condition que les bénéfices correspondent aux prévisions des analystes. Nous sommes conscients que les perspectives de bénéfices pour 2019 sont moins réjouissantes que l'an dernier, compte tenu de l'absence d'une nouvelle série de réductions d'impôt et du ralentissement de la croissance économique. Cependant, dans un contexte d'inflation modérée et de politiques monétaires accommodantes, les actions ont encore amplement de latitude pour progresser.

### **Maintien d'une légère surpondération des actions alors que l'économie progresse à un rythme plus lent**

Notre scénario de base annonce une expansion dans l'ensemble des principales régions et, même si la croissance ralentit, la décélération prévue est très faible. Dans ce contexte, les banques centrales sont peu susceptibles de hausser leurs taux d'intérêt et les taux obligataires seront probablement contenus. Nous maintenons la sous-pondération des titres à revenu fixe car, à notre avis, les

rendements totaux des obligations d'État seront vraisemblablement modestes, voire légèrement négatifs durant une longue période. Cette sous-pondération est toutefois moins importante que par le passé, étant donné que le niveau actuel des taux pourrait offrir une protection contre le rendement des actifs à risque si l'économie devait connaître un ralentissement marqué. Cependant, selon notre scénario de base, la croissance économique devrait aider les sociétés à faire croître leurs bénéfices de façon modérée. Les actions nord-américaines enregistreraient alors des hausses de 5 à 10 pour cent, alors que les actions des marchés internationaux et émergents inscraient des rendements d'un peu plus de 10 pour cent. Compte tenu du rapport risques-occasions et des attentes de rendement supérieur des actions par rapport aux obligations, nous croyons qu'il convient de maintenir une légère surpondération des actions. Pour un portefeuille mondial équilibré, nous recommandons actuellement la répartition de l'actif suivante : 58 % en actions (position neutre stratégique : 55 %), 41 % en titres à revenu fixe (position neutre stratégique : 43 %) et le reste en liquidités.

# 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*	
	Printemps 2019	Variation p.r. prév. Nouvel an 2019	Printemps 2019	Variation p.r. prév. Nouvel an 2019	Printemps 2019	Variation p.r. prév. Nouvel an 2019	Printemps 2019	Variation p.r. prév. Nouvel an 2019	Printemps 2019	Variation p.r. prév. Nouvel an 2019	Printemps 2019	Variation p.r. prév. Nouvel an 2019	Printemps 2019	Variation p.r. prév. Nouvel an 2019
<b>PIB RÉEL</b>														
2018R <sup>1</sup>	2,88 %		1,83 %		1,83 %		1,40 %		0,72 %		6,58 %		5,52 %	
2019E	2,25 %	(0,25)	1,50 %	(0,25)	1,25 %	(0,25)	1,25 %	(0,25)	1,00 %	Aucune	6,00 %	Aucune	5,25 %	Aucune
2020E	1,75 %	Aucune	1,50 %	Aucune	1,25 %	Aucune	1,25 %	Aucune	0,50 %	Aucune	5,75 %	Aucune	5,00 %	Aucune
<b>IPC</b>														
2018R	1,95 %		1,97 %		1,55 %		2,01 %		0,30 %		1,93 %		2,37 %	
2019E	2,00 %	(0,25)	2,00 %	Aucune	1,75 %	Aucune	2,25 %	Aucune	1,25 %	Aucune	2,25 %	(0,25)	3,25 %	(0,25)
2020E	2,25 %	Aucune	2,00 %	Aucune	1,75 %	Aucune	2,25 %	Aucune	1,50 %	Aucune	2,25 %	Aucune	3,25 %	Aucune

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. <sup>1</sup> Dans l'attente de l'annonce des données sur le PIB du quatrième trimestre de 2018 pour la Russie. Par conséquent, les données sur la croissance du PIB réel des pays émergents en 2018 sont des prévisions.

## Cibles (Comité des stratégies de placement RBC GMA)

	FÉVR. 2019	PRÉVISIONS FÉVR. 2020	VARIATION P.R. PRÉV. NOUVEL AN 2019	ESTIMATION RENDEMENT TOTAL SUR UN AN* (%)
<b>MARCHÉS DES DEVICES C. USD</b>				
USD-CAD	1,32	1,37	0,02	(4,3)
Euro-USD	1,14	1,20	0,02	2,1
USD-Yen	111,38	102,00	Aucune	6,3
Livre-USD	1,33	1,25	(0,03)	(7,3)
<b>MARCHÉS DES TITRES À REVENU FIXE</b>				
É,-U, – Taux des fonds fédéraux	2,50	2,50	(0,50)	Aucune
É,-U, – Rendement obligation 10 ans	2,72	2,50	(0,50)	4,6
Canada – Taux de financement à un jour	1,75	1,75	(0,50)	Aucune
Canada – Rendement obligation 10 ans	1,94	2,00	(0,40)	1,4
Zone euro – Taux des facilités de dépôt	(0,40)	(0,40)	(0,20)	Aucune
Allemagne – Rendement obligation 10 ans	0,18	0,25	(0,50)	(0,5)
Royaume-Uni – Taux de base	0,75	0,50	(0,50)	Aucune
Royaume-Uni – Rendement obligation 10 ans	1,30	1,00	(0,75)	4,2
Japon – Taux de financement à un jour	(0,06)	(0,10)	Aucune	Aucune
Japon – Rendement obligation 10 ans	(0,02)	0,10	(0,05)	(1,2)
<b>MARCHÉS DES ACTIONS</b>				
S&P 500	2784	2875	Aucune	5,4
S&P/TSX composé	15999	16500	150	6,4
MSCI Europe	126	130	(1)	7,4
FTSE 100	7075	7450	(50)	10,2
Nikkei	21385	22800	(1700)	8,8
MSCI Marchés émergents	1051	1150	65	12,5

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

# 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 à la fois sur des éléments 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 rendements<sup>1</sup> historiques et de volatilité<sup>2</sup> 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 Équilibré en passant par Croissance dynamique. 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 : 55 % d'actions, 43 % 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.

<sup>1</sup> **Rendement moyen** : Le rendement global moyen offert par la catégorie d'actif pour la période de 1979 à 2019, d'après les résultats mensuels.

<sup>2</sup> **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 2/3 des résultats se retrouvent, d'après une distribution normale autour de la moyenne à long terme.

## RÉPARTITION DE L'ACTIF MONDIALE

	POLITIQUE	FOURCHETTE PASSÉE	PRINTEMPS 2018	ÉTÉ 2018	AUTOMNE 2018	NOUVEL AN 2019	PRINTEMPS 2019
LIQUIDITÉS	2,0 %	1,0 % – 16 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	1,0 %	1,0 %
OBLIGATIONS	43,0 %	25,0 % – 54,0 %	40,0 %	40,0 %	40,0 %	41,0 %	41,0 %
ACTIONS	55,0 %	36,0 % – 65,0 %	58,0 %	58,0 %	58,0 %	58,0 %	58,0 %

Nota : Le 1<sup>er</sup> septembre 2014, nous avons revu nos positions neutres stratégiques dans le segment des titres à revenu fixe en abaissant la pondération « neutre » des liquidités de 5 % à 2 % et en réattribuant la différence aux obligations. Nous pourrions ainsi tirer profit de la pente positive que présente la courbe des rendements pendant la plupart des périodes et nos gestionnaires de titres à revenu fixe auront la possibilité de diminuer la duration et d'accumuler des liquidités lorsqu'une correction du marché obligataire ou, surtout, une inversion de la courbe des rendements est anticipée.

## RÉPARTITION RÉGIONALE

OBLIG. MONDIALES	WGBI* FÉVR. 2019	FOURCHETTE PASSÉE	PRINTEMPS 2018	ÉTÉ 2018	AUTOMNE 2018	NOUVEL AN 2019	PRINTEMPS 2019
Amérique du Nord	41,7 %	18 % – 47 %	43,5 %	43,8 %	45,5 %	46,8 %	46,7 %
Europe	39,0 %	32 % – 56 %	36,7 %	36,2 %	35,0 %	34,0 %	36,5 %
Asie	19,4 %	17 % – 35 %	19,8 %	20,0 %	19,5 %	19,2 %	16,9 %

Nota : La fourchette passée représente la composition de l'actif de l'automne 2002 à aujourd'hui.

ACTIONS MONDIALES	MSCI** FÉVR. 2019	FOURCHETTE PASSÉE	PRINTEMPS 2018	ÉTÉ 2018	AUTOMNE 2018	NOUVEL AN 2019	PRINTEMPS 2019
Amérique du Nord	64,0 %	51 % – 63 %	60,0 %	61,5 %	63,1 %	61,8 %	61,5 %
Europe	18,1 %	18 % – 35 %	20,2 %	18,5 %	17,8 %	18,6 %	19,1 %
Asie	10,7 %	9 % – 18 %	12,4 %	12,5 %	11,7 %	12,1 %	11,9 %
Marchés émergents	7,3 %	0 % – 8,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %

Notre composition d'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 composition d'actif à la date de publication de *Regard sur les placements mondiaux*.

## ACTIONS MONDIALES – RÉPARTITION SECTORIELLE

	MSCI** FÉVR. 2019	CSP RBC GMA PRINTEMPS 2019	CSP RBC GMA NOUVEL AN 2019	VARIATION DEPUIS *** NOUVEL AN 2019	PONDÉRATION C. RÉFÉRENCE
Énergie	6,04 %	4,39 %	4,04 %	(0,35)	66,9 %
Matières	4,54 %	4,62 %	2,54 %	(2,08)	55,9 %
Industrie	11,14 %	8,97 %	11,14 %	2,17	100,0 %
Consommation discrétionnaire	10,34 %	11,74 %	11,34 %	(0,40)	109,7 %
Consommation de base	8,50 %	8,56 %	8,50 %	(0,06)	100,0 %
Soins de santé	13,01 %	15,40 %	14,01 %	(1,39)	107,7 %
Services financiers	16,13 %	15,04 %	14,13 %	(0,90)	87,6 %
Technologie de l'information	15,29 %	17,56 %	17,29 %	(0,27)	113,1 %
Services de communications	8,36 %	8,16 %	8,36 %	0,20	100,0 %
Services publics	3,37 %	2,60 %	5,37 %	2,77	159,3 %
Immobilier	3,29 %	2,97 %	3,29 %	0,32	100,0 %

\* Indice mondial d'obligations gov. FTSE. \*\* Indice mondial MSCI. \*\*\* À la clôture des marchés le 30 novembre 2018, le secteur des services de télécommunications a été élargi et renommé services de communications. Cette modification de la classification a également touché les secteurs de la consommation discrétionnaire et de la technologie de l'information. 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 un profil Équilibré.

## PRUDENCE ÉLEVÉE

CATÉGORIE D'ACTIF	REPÈRE	FOUR-CHETTE	DERNIER TRIMESTRE	RECOMM. ACTUELLES
Liquidités et quasi-liquidités	2 %	0 %–15 %	1,0 %	1,0 %
Revenu fixe	78 %	55 %–95 %	76,0 %	76,0 %
Total – liquidités et revenu fixe	80 %	65 %–95 %	77,0 %	77,0 %
Actions canadiennes	10 %	5 %–20 %	11,4 %	11,3 %
Actions américaines	5 %	0 %–10 %	5,3 %	5,4 %
Actions internationales	5 %	0 %–10 %	6,3 %	6,3 %
Marchés émergents	0 %	0 %	0,0 %	0,0 %
Total – actions	20 %	5 %–35 %	23,0 %	23,0 %
		RENDEMENT	VOLATILITÉ	
Moyenne sur 40 ans		8,5 %	5,5 %	
Moyenne des 12 derniers mois		3,8 %	3,4 %	

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. ACTUELLES
Liquidités et quasi-liquidités	2 %	0 %–15 %	1,0 %	1,0 %
Revenu fixe	63 %	40 %–80 %	61,0 %	61,0 %
Total – liquidités et revenu fixe	65 %	50 %–80 %	62,0 %	62,0 %
Actions canadiennes	15 %	5 %–25 %	16,3 %	16,0 %
Actions américaines	10 %	0 %–15 %	10,1 %	10,3 %
Actions internationales	10 %	0 %–15 %	11,6 %	11,7 %
Marchés émergents	0 %	0 %	0,0 %	0,0 %
Total – actions	35 %	20 %–50 %	38,0 %	38,0 %
		RENDEMENT	VOLATILITÉ	
Moyenne sur 40 ans		8,8 %	6,5 %	
Moyenne des 12 derniers mois		3,8 %	4,5 %	

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. ACTUELLES
Liquidités et quasi-liquidités	2 %	0 %–15 %	1,0 %	1,0 %
Revenu fixe	43 %	20 %–60 %	41,0 %	41,0 %
Total – liquidités et revenu fixe	45 %	30 %–60 %	42,0 %	42,0 %
Actions canadiennes	19 %	10 %–30 %	19,9 %	19,5 %
Actions américaines	20 %	10 %–30 %	19,9 %	20,2 %
Actions internationales	12 %	5 %–25 %	13,8 %	13,9 %
Marchés émergents	4 %	0 %–10 %	4,4 %	4,4 %
Total – actions	55 %	40 %–70 %	58,0 %	58,0 %
		RENDEMENT	VOLATILITÉ	
Moyenne sur 40 ans		9,1 %	7,7 %	
Moyenne des 12 derniers mois		3,6 %	6,3 %	

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. ACTUELLES
Liquidités et quasi-liquidités	2 %	0 %–15 %	1,0 %	1,0 %
Revenu fixe	28 %	5 %–40 %	25,9 %	25,9 %
Total – liquidités et revenu fixe	30 %	15 %–45 %	26,9 %	26,9 %
Actions canadiennes	23 %	15 %–35 %	23,8 %	23,3 %
Actions américaines	25 %	15 %–35 %	24,7 %	25,1 %
Actions internationales	16 %	10 %–30 %	18,2 %	18,3 %
Marchés émergents	6 %	0 %–12 %	6,4 %	6,4 %
Total – actions	70 %	55 %–85 %	73,1 %	73,1 %
		RENDEMENT	VOLATILITÉ	
Moyenne sur 40 ans		9,2 %	9,4 %	
Moyenne des 12 derniers mois		3,3 %	7,7 %	

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. ACTUELLES
Liquidités et quasi-liquidités	2 %	0 %–15 %	2,0 %	2,0 %
Revenu fixe	0 %	0 %–10 %	0,0 %	0,0 %
Total – liquidités et revenu fixe	2 %	0 %–20 %	2,0 %	2,0 %
Actions canadiennes	32,5 %	20 %–45 %	32,3 %	31,6 %
Actions américaines	35,0 %	20 %–50 %	33,0 %	33,5 %
Actions internationales	21,5 %	10 %–35 %	23,5 %	23,7 %
Marchés émergents	9,0 %	0 %–15 %	9,2 %	9,2 %
Total – actions	98 %	80 %–100 %	98,0 %	98,0 %
		RENDEMENT	VOLATILITÉ	
Moyenne sur 40 ans		9,6 %	12,1 %	
Moyenne des 12 derniers mois		3,1 %	10,5 %	

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.

---

Le dollar américain s'est déprécié par rapport aux quatre autres grandes devises au cours du trimestre qui a pris fin le 28 février 2019, ce qui marque un renversement de tendance après une appréciation du billet vert par rapport à la plupart des devises l'année passée. La décision qu'a prise la Réserve fédérale américaine (Fed) de reporter les prochaines hausses de taux d'intérêt ainsi que les signes croissants de ralentissement de l'économie américaine ont probablement joué un rôle déterminant dans le renversement de la tendance. Parmi les grandes devises, la livre s'est le plus appréciée par rapport au dollar américain, ayant gagné 3,9 % : elle a peut-être profité de l'optimisme lié à l'idée que le pire scénario, soit un Brexit sans accord, serait évité. En revanche, l'entrée en récession de l'Italie ainsi que la faiblesse de nombreuses autres économies de l'Europe ont pesé sur la monnaie unique de cette zone, qui n'a affiché qu'un léger gain de 0,5 % par rapport au billet vert. Le yen s'est apprécié de 1,8 % par rapport au dollar américain, alors que le dollar canadien a augmenté de 1,0 %. Malgré la faiblesse ayant marqué le dernier trimestre, le dollar américain a été en mesure de s'apprécier

comparativement à toutes les grandes devises au cours de l'année. Au cours de la période d'un an, le billet vert a enregistré ses gains les plus importants par rapport à l'euro (7,3 %).

La plupart des marchés des titres à revenu fixe ont inscrit des gains en dollars américains lors du dernier trimestre, ce qui contraste avec les reculs généralisés au trimestre précédent. Comme de nombreuses banques centrales seront peu enclines à relever les taux d'intérêt dans un avenir proche, les taux des obligations dans les principaux marchés ont considérablement reculé par rapport aux niveaux enregistrés à la fin de novembre. Le taux de l'obligation du Trésor américain à dix ans a terminé la période à 2,72 %, contre 2,99 % au trimestre précédent. Les rendements obligataires ont également été portés par le recul des écarts de taux, dont 75 % du creusement de l'année passée a été effacé. Les principaux indices de référence mondiaux de titres à revenu fixe que nous analysons ont enregistré des gains en dollars américains allant de 2,8 % pour l'indice européen d'obligations gouvernementales FTSE à 3,9 % pour l'indice des obligations universelles FTSE Canada.

Les marchés boursiers ont connu une forte volatilité au dernier trimestre : le S&P 500 a perdu jusqu'à 15 % en décembre, puis a totalement effacé ces pertes grâce à des gains

de près de 20 % qui lui ont permis de terminer la période en hausse de 1,4 %. La chute vertigineuse des marchés boursiers en décembre a coïncidé avec le pessimisme extrême des investisseurs, qui découlait probablement des craintes liées aux hausses des taux d'intérêt par la Fed, ainsi que d'une nouvelle vague de tarifs douaniers que les États-Unis et la Chine menaçaient de s'imposer mutuellement. Les remarques subséquentes de la Fed en faveur d'un assouplissement de la politique et la volonté nouvelle dont a fait preuve Donald Trump pour conclure un accord commercial avec la Chine ont entraîné un regain de confiance des investisseurs, ainsi que la reprise du marché boursier au début de l'année 2019. À la fin du trimestre, l'indice composé S&P/TSX avait bondi de 7,1 % et les indices étrangers, comme l'indice MSCI Marchés émergents et l'indice MSCI EAEO, avaient respectivement gagné 6,1 % et 4,0 %, tous en dollars américains. L'indice MSCI Japon a perdu 1,0 % au cours de la même période ; il représente le seul grand marché boursier à avoir enregistré une perte, les actions japonaises ayant souffert de la faiblesse des données économiques et de la détérioration des facteurs fondamentaux.

L'indice de sociétés américaines à moyenne capitalisation S&P 400, qui a grimpé de 2,1 % lors des trois derniers mois, a légèrement

mieux fait que l'indice de sociétés à petite capitalisation S&P 600 et l'indice de sociétés à grande capitalisation S&P 500, qui ont progressé respectivement de 1,5 % et 1,4 %, mais demeure à la traîne de ses homologues pour l'ensemble de l'année. Les actions de croissance ont encore surpassé les actions de valeur au cours du trimestre : l'indice de croissance Russell 3000 a gagné 3,3 %, tandis que l'indice de

valeur Russell 3000 n'a augmenté que de 0,6 %. À l'exception des soins de santé, tous les secteurs ont progressé pendant le trimestre ; les matières, la technologie de l'information, les services publics, les produits industriels et l'immobilier ont tous enregistré des rendements d'au moins 5 %. Le rendement supérieur des matières, des produits industriels et de la technologie de l'information est d'autant plus

notable qu'il s'agit des secteurs ayant le plus souffert lors de la débandade du marché à la fin de la dernière année. Cela dit, les matières et les produits industriels ont tout de même conservé leur place parmi les secteurs ayant affiché les pires rendements au cours de la période d'un an.

**TAUX DE CHANGE**

Périodes terminées le 28 février 2019

	USD courant	3 mois (%)	Cumul ann. (%)	1 an (%)	3 ans (%)	5 ans (%)
USD-CAD	1,3160	(0,96)	(3,61)	2,55	(0,92)	3,52
USD-EUR	0,8792	(0,47)	0,73	7,26	(1,48)	3,95
USD-GBP	0,7539	(3,93)	(3,90)	3,80	1,62	4,77
USD-JPY	111,4650	(1,81)	1,70	4,47	(0,38)	1,83

Nota : Les changements ci-dessus sont présentés en dollars US.

**CANADA**

Périodes terminées le 28 février 2019

	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 TMX Canada RG	3,89	5,32	1,05	3,12	(0,26)	2,90	3,63	2,17

**ÉTATS-UNIS**

Périodes terminées le 28 février 2019

	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	2,85	0,98	3,14	1,71	2,31	1,87	5,35	0,64
Indice de rend. global des oblig. de Barclays Capital	2,86	1,00	3,17	1,69	2,32	1,88	5,80	0,75

**MONDIAL**

Périodes terminées le 28 février 2019

	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 WGBI RG	2,89	0,87	(0,50)	1,89	0,74	1,91	1,63	0,82
FTSE Europe RG	2,84	0,86	(4,48)	2,03	(0,54)	1,86	(2,04)	1,09
FTSE Japon RG	3,58	(0,86)	(2,71)	1,12	0,30	2,59	(0,23)	0,19

**CANADA**

Périodes terminées le 28 février 2019

	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	7,12	16,36	4,20	11,81	1,90	6,10	6,86	10,78
S&P/TSX 60	6,30	15,64	5,09	12,46	2,78	5,28	7,78	11,42
S&P/TSX petites capitalisations	9,03	16,13	(4,39)	9,87	(2,92)	7,99	(1,95)	8,86

**ÉTATS-UNIS**

Périodes terminées le 28 février 2019

	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	1,42	11,48	4,68	15,28	10,67	0,45	7,35	14,22
S&P 400 RG	2,11	15,14	4,14	14,53	8,49	1,14	6,79	13,48
S&P 600 RG	1,52	15,45	7,20	16,86	9,34	0,55	9,94	15,78
Russell 3000 valeur RG	0,60	11,50	3,28	12,98	7,97	(0,36)	5,91	11,94
Russell 3000 croissance RG	3,31	13,31	6,63	18,00	12,28	2,32	9,35	16,91
Nasdaq indice composé RG	2,76	13,52	3,57	18,23	11,82	1,77	6,21	17,14

Nota : Tous les taux de rendement pour les périodes supérieures à 1 an sont annualisés.

Sources : Bloomberg/MSCI

**MONDIAL**  
Périodes terminées le 28 février 2019

<i>Marchés des actions : rendement global</i>	USD					CAD		
	3 mois (%)	Cumul ann. (%)	1 an (%)	3 ans (%)	5 ans (%)	3 mois (%)	1 an (%)	3 ans (%)
MSCI Monde RG*	2,58	11,02	0,43	12,64	6,53	1,65	3,22	11,59
MSCI EAEO RG*	3,98	9,29	(6,04)	9,32	2,07	3,04	(3,43)	8,30
MSCI Europe RG*	5,08	10,17	(5,46)	8,52	0,71	4,12	(2,83)	7,51
MSCI Pacifique RG*	2,25	7,79	(7,17)	11,08	4,83	1,32	(4,59)	10,04
MSCI R.-U. RG*	6,53	10,72	(1,46)	7,62	(0,17)	5,56	1,29	6,62
MSCI France RG*	5,20	10,23	(5,56)	11,21	2,54	4,24	(2,93)	10,17
MSCI Allemagne RG*	2,23	8,47	(14,09)	7,68	(0,80)	1,30	(11,70)	6,67
MSCI Japon RG*	(1,02)	6,07	(10,29)	9,53	5,22	(1,92)	(7,80)	8,51
MSCI marchés émergents RG*	6,10	9,00	(9,90)	15,04	4,13	5,13	(7,39)	13,96

**SECTEURS D' ACTIONS MONDIAUX**  
Périodes terminées le 28 février 2019

<i>Secteur : rendement global</i>	USD					CAD		
	3 mois (%)	Cumul ann. (%)	1 an (%)	3 ans (%)	5 ans (%)	3 mois (%)	1 an (%)	3 ans (%)
Énergie RG*	2,31	13,26	2,04	9,42	(2,81)	1,38	4,88	8,39
Matières RG*	6,39	10,87	(7,06)	15,04	2,63	5,42	(4,47)	13,96
Industrie RG*	5,07	14,71	(2,77)	12,90	6,48	4,11	(0,07)	11,85
Consommation discrétionnaire RG*	2,74	10,44	0,12	12,71	7,85	1,80	2,91	11,66
Consommation de base RG*	0,16	7,40	1,99	5,03	5,71	(0,75)	4,82	4,05
Soins de santé RG*	(1,43)	7,22	8,97	10,49	7,49	(2,32)	12,00	9,46
Services financiers RG*	1,24	11,40	(9,50)	13,64	5,05	0,32	(6,98)	12,58
Technologie de l'information RG*	5,41	14,65	4,10	22,81	15,46	4,45	7,00	21,67
Services de communications RG*	1,82	9,46	3,11	2,76	2,43	0,89	5,97	1,80
Services publics RG*	5,26	7,68	16,28	9,38	6,13	4,30	19,51	8,36
Immobilier RG*	4,99	10,93	10,30	Aucune	Aucune	4,04	13,37	Aucune

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

Sources : Bloomberg/MSCI

# REGARD SUR LES PLACEMENTS MONDIAUX

## Les banques centrales à la rescousse

### Eric Lascelles

Économiste en chef  
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

### Eric Savoie, MBA, CFA

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

### Daniel E. Chornous, CFA

Chef des placements  
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

À la fin de 2018, les marchés financiers ont subi une période de volatilité extrême, marquée par une forte chute des actifs à risque, qui a fait glisser de nombreux indices boursiers internationaux en territoire baissier (résultat d'une baisse d'au moins 20 % entre un sommet et un creux). L'indice S&P 500 n'a échappé que de peu à ce sort. Heureusement, les actifs à risque se sont nettement redressés depuis et ont repris une grande partie du terrain perdu (figure 1).

Sur le plan économique, les inquiétudes des marchés financiers se sont principalement résumées à deux aspects : le ralentissement de la croissance économique et les craintes de hausse des taux d'intérêt (figure 2). Les inquiétudes relatives aux taux s'estompent à présent, mais rien n'a encore permis d'enrayer le déclin de la trajectoire de croissance. La croissance mondiale a au contraire ralenti régulièrement tout au long de 2018, et nous prévoyons que la décélération se

Figure 1 : Volatilité extrême des marchés boursiers



Figure 2 : Préoccupations macroéconomiques du marché boursier

Détérioration de la croissance	Hausse des taux
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ralentissement de la croissance mondiale</li> <li>• Stade avancé du cycle</li> <li>• Obstacles en vue pour 2019 (conditions financières, atténuation de l'effet des réductions d'impôt, protectionnisme)</li> <li>• Ralentissement en Chine</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Les banques centrales ont durci leur politique.</li> <li>• Taux obligataires supérieurs à ceux de 2016</li> <li>• Les hausses de taux freinent l'économie.</li> <li>• Les hausses de taux nuisent aux actions : diminution des marges, taux d'actualisation et substitution.</li> </ul>
<p><b>En revanche :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Taux de croissance mondiale tout de même satisfaisant</li> <li>• L'économie américaine résiste jusqu'ici au ralentissement.</li> <li>• Pas de récession imminente selon les modèles</li> </ul>	<p><b>En revanche :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Les banques centrales rajustent le tir.</li> <li>• Taux « neutre » de loin inférieur à celui des cycles précédents</li> <li>• Les taux obligataires pourraient ne pas augmenter davantage.</li> </ul>
Les préoccupations persistent	Les préoccupations s'estompent

Source : RBC GMA

poursuivra durant 2019 et en 2020 (figure 3). Cela ne signifie pas que la croissance sera médiocre dans les années à venir, mais plutôt qu'il ne faut probablement pas s'attendre à ce que les gains phénoménaux des dernières années se reproduisent.

Le protectionnisme, l'atténuation des effets de la stimulation budgétaire et des conditions financières moins favorables comptent parmi les facteurs freinant l'économie. Ces freins étant plus puissants aux États-Unis qu'ailleurs, l'avantage de ces derniers par rapport aux autres pays développés sur le plan de la croissance pourrait commencer à diminuer. L'économie de l'autre géant mondial, la Chine, continue également de ralentir, même si les programmes de stimulation pourraient commencer à produire des effets d'ici au second semestre. Le Canada a aussi ses propres défis à relever en ce qui a trait aux difficultés du secteur pétrolier, à la compétitivité et au marché de l'habitation.

Le cycle économique a aujourd'hui atteint un stade avancé et continue de progresser lentement. Le fait que l'inflation n'est plus faible et que la politique monétaire américaine a cessé d'être accommodante corrobore ce constat. Le récent ralentissement de l'économie devrait cependant limiter la marge de progression de l'inflation ou tout nouveau resserrement de la politique monétaire.

Figure 3 : La plupart des indicateurs de croissance évoluent à la baisse

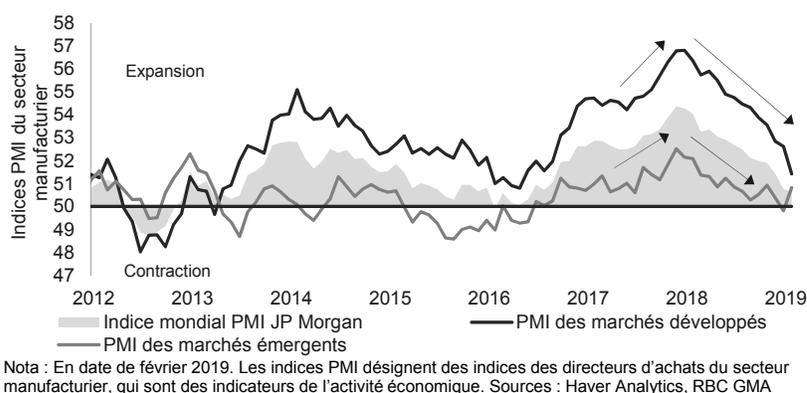


Figure 4 : Les obstacles à la croissance en vue doivent être mis en perspective

	À l'échelle mondiale	Aux États-Unis
1.	Trajectoire descendante de l'économie	Économie résiliente à ce jour
2.	Resserrement des conditions financières	Resserrement accru aux États-Unis
3.	Hausse du protectionnisme	Initiative des États-Unis
4.	Perspectives budgétaires mitigées	Atténuation de l'effet de la relance budgétaire
Prévision du PIB pour 2019	3,50 %	2,25 %

Croissance moindre qu'en 2017 et 2018, mais conforme à la moyenne depuis la crise

Sources : Haver Analytics, RBC GMA

Tout n'est cependant pas négatif. Devant les inquiétudes des marchés et les ratés de l'économie, les banques centrales évitent maintenant de resserrer davantage leur politique. La perspective d'une détente prochaine des relations entre les États-Unis et la Chine a mis fin à l'aggravation rapide du protectionnisme. Quelques données favorables se sont aussi enchaînées du côté de la Chine, ce qui indique

que l'économie du pays se stabilise peut-être plus rapidement que prévu.

En ce qui concerne la répartition de l'actif, plusieurs facteurs nous incitent à continuer de surpondérer les actions : des prévisions de rendement à long terme des actions supérieures à celles des obligations, un scénario de référence prévoyant une croissance modeste des bénéficiaires, ainsi que des évaluations raisonnables des actions, à comparer

aux faibles taux obligataires. Cette surpondération est toutefois réduite en raison du stade avancé du cycle et du risque de récession qui en découle.

En 2019, nous nous attendons à ce que la volatilité persiste sur les marchés financiers du fait de la phase avancée du cycle, de l'aplatissement de la courbe des taux et de l'incertitude concernant la mesure dans laquelle les politiciens versatiles concernés sauront régler les grandes questions macroéconomiques de l'heure, comme celles du Brexit ou des tarifs douaniers.

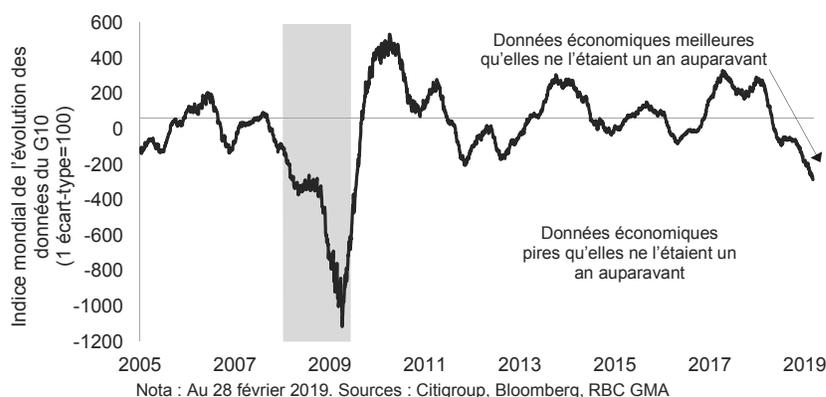
### Principaux facteurs macroéconomiques

Diverses difficultés devraient modérer la croissance mondiale au cours de l'année à venir (figure 4).

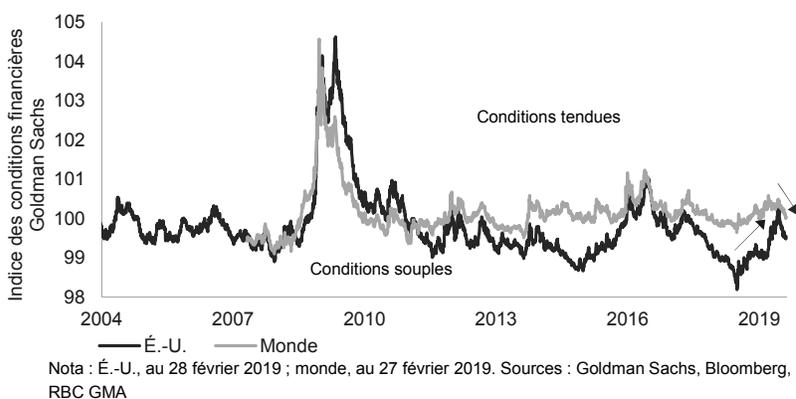
Le premier argument évident en faveur de cette thèse tient à la dynamique économique négative actuelle. L'indice mondial de l'évolution des données montre que la dernière année a été marquée par la plus importante dégradation de la croissance économique depuis la crise financière (figure 5).

Le resserrement des conditions financières entravera aussi la croissance durant le premier semestre de 2019 (figure 6). Cette situation résulte principalement de l'effet décalé des hausses de taux d'intérêt et du creusement des écarts de taux survenus lors des dernières années. Les conditions financières

**Figure 5 : Pire niveau de l'indice mondial de l'évolution des données depuis la crise financière**



**Figure 6 : Les conditions financières mondiales ont un effet modérateur, mais commencent à se relâcher**



se sont bien entendu partiellement détendues depuis, ce qui laisse penser que ce ralentissement pourrait commencer à s'atténuer vers la fin de 2019 et en 2020.

Le protectionnisme devrait être un frein plus important pour la croissance mondiale en 2019, étant donné l'effet décalé des tarifs de la Chine, les répercussions actuelles des tarifs sur l'acier et l'aluminium, et la menace d'imposition de tarifs sur l'automobile.

Enfin, les effets des mesures de stimulation budgétaire des États-Unis diminuent progressivement, ce qui privera la croissance économique d'un coup de pouce important en 2019 et pourrait la freiner considérablement en 2020. La situation est très différente de celle de l'an dernier, au cours de laquelle les mesures de stimulation ont nettement soutenu la croissance de l'économie américaine.

La conjugaison de ces entraves devrait affaiblir la croissance mondiale. Il est intéressant de noter que trois de ces quatre facteurs, soit le resserrement des conditions financières, le protectionnisme et l'atténuation des effets de la stimulation budgétaire, sont plus défavorables à l'économie américaine qu'à l'économie mondiale. Nous nous attendons dès lors à voir fondre l'avance des États-Unis sur le plan de la croissance à l'avenir.

Étant donné la période de l'année, il peut être utile de souligner que la croissance de l'économie américaine souffre souvent d'une curieuse distorsion saisonnière, qui fait paraître le premier trimestre de chaque année anormalement faible. Il convient donc d'analyser tout fléchissement à court terme de l'économie américaine en tenant compte de cette particularité.

À long terme, de nombreux obstacles structurels continuent de limiter la tendance du taux de croissance de l'économie (figure 7). Des facteurs comme la détérioration de la situation démographique et l'arrivée à maturité des économies émergentes signifient que le rythme potentiel de la croissance future est inférieur à ce qu'il était il y a dix ou vingt ans.

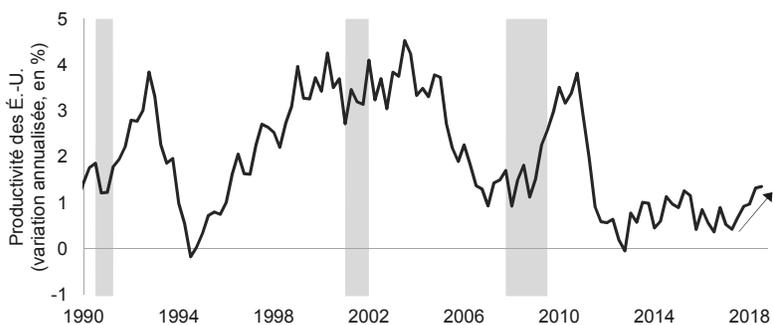
L'un de ces freins a toutefois peut-être commencé à s'estomper. Depuis la crise financière mondiale, la stagnation à long terme, résultat d'une aversion au type de prise de

Figure 7 : Obstacles à long terme à la croissance dans les pays développés

Facteurs humains	Structure de l'économie	Conditions postérieures à la crise
<ul style="list-style-type: none"> <li>Situation démographique :                             <ul style="list-style-type: none"> <li>Ralentissement de la croissance démographique</li> <li>Hausse du pourcentage de retraités</li> </ul> </li> <li>Ralentissement des progrès :                             <ul style="list-style-type: none"> <li>Éducation</li> <li>Santé</li> <li>Urbanisation</li> </ul> </li> <li>Progression de la complaisance :                             <ul style="list-style-type: none"> <li>Faible mobilité de la main-d'œuvre</li> <li>Hausse de la ségrégation</li> <li>Moins de prise de risque</li> </ul> </li> <li>Recul de la confiance au sein de la société</li> <li>Hausse des inégalités</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Essoufflement de la mondialisation</li> <li>Déclin de la destruction créatrice :                             <ul style="list-style-type: none"> <li>Baisse de roulement dans les entreprises</li> <li>Concentration accrue des entreprises</li> </ul> </li> <li>Biens → services</li> <li>Économie des ME arrivant à maturité</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Populisme et protectionnisme</li> <li>Stagnation à long terme :                             <ul style="list-style-type: none"> <li>Abaissment des prévisions</li> <li>Baisse des investissements des entreprises</li> <li>Perte de compétences</li> </ul> </li> <li>Endettement excessif :                             <ul style="list-style-type: none"> <li>Remboursement</li> <li>Désendettement</li> </ul> </li> </ul>
	<b>Technologie</b>	
	<ul style="list-style-type: none"> <li>Épuisement des grandes innovations ?</li> </ul>	

Source : RBC GMA

Figure 8 : La productivité des États-Unis se redresse, mais demeure faible



Nota : Au T3 de 2018. La productivité correspond à la variation annualisée en % sur périodes mobiles de huit trimestres de la production réelle horaire de tous les travailleurs du secteur des entreprises. Les parties ombrées représentent une récession. Source : BLS, NBER, Haver Analytics, RBC GMA

risque qui soutient la croissance, a limité la croissance de la productivité. Après une décennie, l'emprise de la crise se relâche et le taux de croissance de la productivité des États-Unis commence enfin à s'orienter à la hausse (figure 8). Le contexte structurel est donc marqué par un rythme potentiel de croissance nettement moindre, mais en légère hausse.

### Des prévisions inférieures à la moyenne

Les facteurs économiques susmentionnés permettent de prédire une décélération de la croissance tout au long de 2019 et en 2020. Cette décélération était déjà largement prise en compte dans nos prévisions au trimestre précédent, mais plusieurs éléments supplémentaires ont nécessité de les réviser encore légèrement à la baisse (figure 9).

La volatilité extrême des marchés financiers ces derniers mois, qui a miné la confiance (figure 10) et probablement la croissance, est un de ces nouveaux éléments. De façon comparable, la récente paralysie de l'administration américaine, la plus longue de l'histoire du pays, que nous n'avions pas envisagée dans notre scénario de référence d'il y a trois mois, détériore un peu plus les perspectives économiques. Enfin, la tendance de la dynamique économique demeure négative, ce qui est annonciateur de nouvelles baisses.

Figure 9 : Croissance du PIB des pays développés prévue par RBC GMA

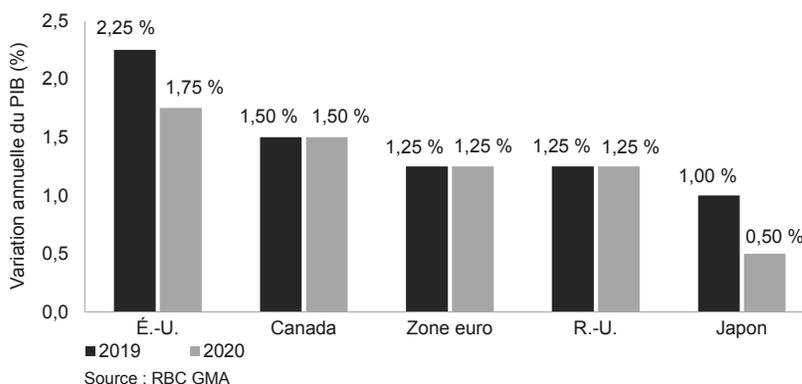
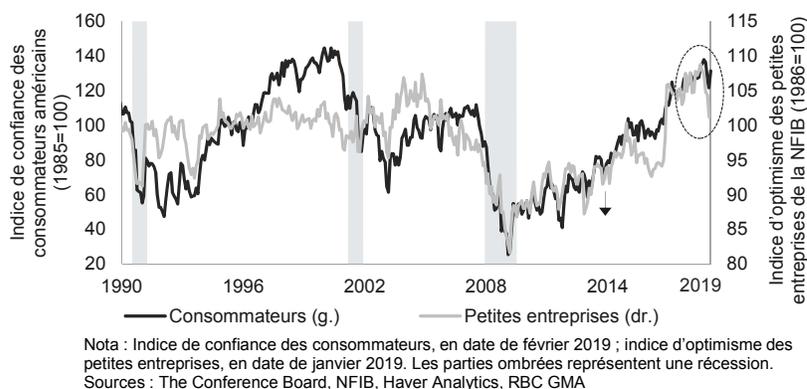


Figure 10 : La récente baisse des marchés a érodé la confiance des consommateurs et des entreprises aux États-Unis



Une fois tous ces effets additionnés, nos prévisions de croissance sont pour la plupart inférieures à la moyenne, notamment en ce qui concerne les États-Unis, le Canada, la zone euro et le Royaume-Uni (figure 11). Ces pronostics cadrent avec le fait que les prévisions générales de croissance mondiale sont le plus souvent orientées à la baisse, ce qui indique traditionnellement qu'il convient de

prendre une position inférieure à la moyenne des prévisions (figure 12).

Nous tablons sur une croissance mondiale de 3,50 % en 2019 et de 3,25 % en 2020, soit moins que la croissance de près de 4,00 % enregistrée en 2017 et en 2018.

Les prévisions de croissance pour 2020 ont à présent été compilées et sont conformes à un schéma familier, à savoir une croissance généralement réduite par rapport à l'année précédente

et une position inférieure aux prévisions générales. La perspective d'un nouveau ralentissement de la croissance en 2020 tient en partie à l'idée que la capacité excédentaire a essentiellement été éliminée du système, ce qui limite le potentiel de gains à venir, et au fait que les États-Unis connaîtront des difficultés budgétaires importantes à partir de 2020.

En ce qui concerne les économies émergentes, nous prévoyons une croissance de 5,25 % en 2019 et de 5,00 % en 2020. Ces taux confirment une tendance baissière, mais représentent encore trois fois le rythme d'expansion des pays développés (figure 13).

### Risques macroéconomiques

Le monde reste plongé dans l'incertitude. Une partie de celle-ci pourrait déboucher sur des résultats supérieurs aux prévisions, comme la possibilité de voir la stagnation à long terme s'éloigner plus vite qu'on ne s'y attend actuellement. Une grande part de cette incertitude se traduit toutefois par des risques de baisse. Le protectionnisme, la croissance de la Chine et le cycle économique américain arrivent en tête d'une assez longue liste de tels risques (figure 14).

### La persistance du protectionnisme

L'escalade des mesures protectionnistes a cessé, mais celles qui ont déjà été mises en œuvre commencent à infliger

Figure 11 : Prédiction de RBC GMA et prévisions moyennes pour 2019

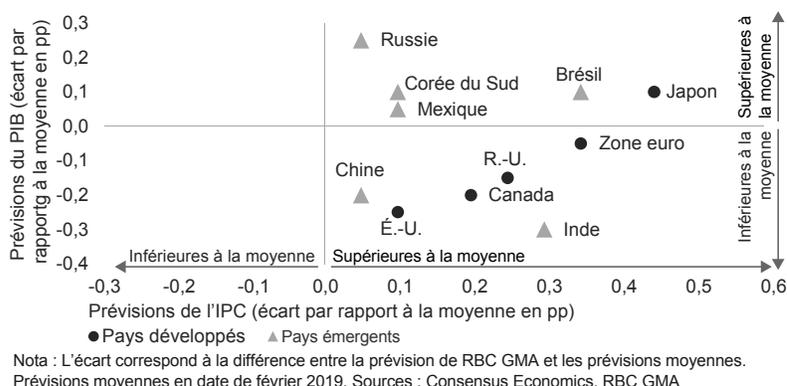


Figure 12 : La plupart des prévisions sont en baisse

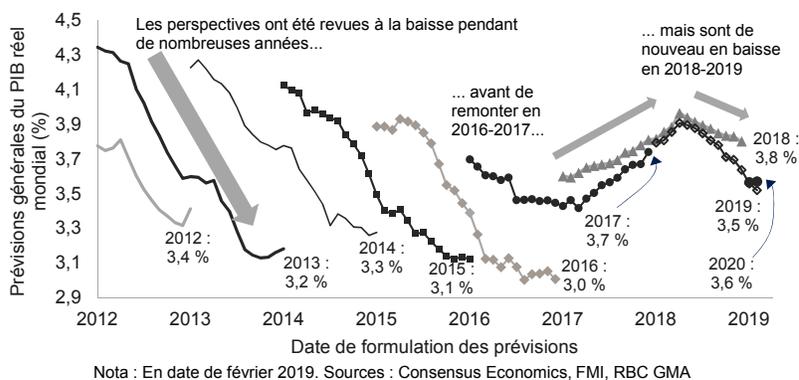
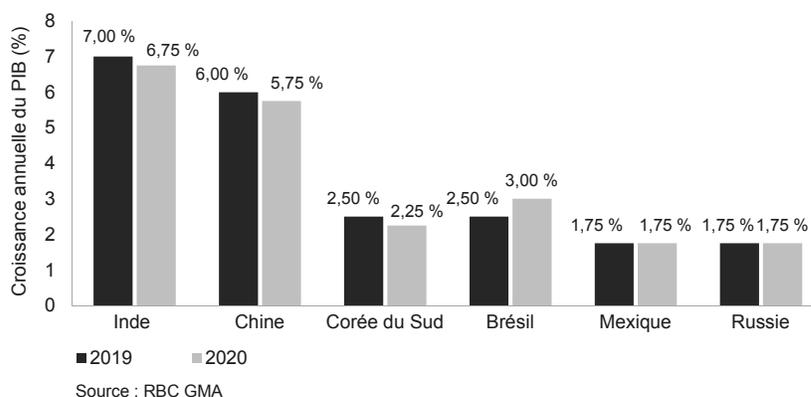


Figure 13 : Prédiction du PIB des marchés émergents par RBC GMA

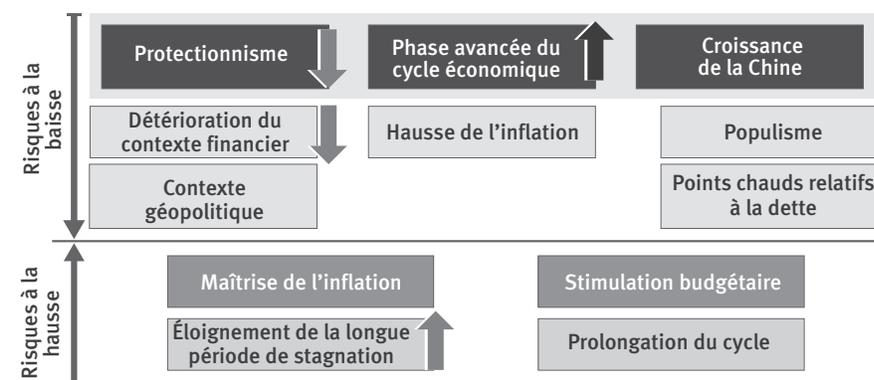


des dommages à l'économie. La croissance du commerce mondial a ralenti de façon manifeste (figure 15) et les prix des importations ont augmenté dans un contexte marqué par les querelles autour du Brexit, les tarifs imposés par les Américains et une nuée de barrières non tarifaires plus subtiles.

Les États-Unis restent le principal instigateur de l'augmentation des tarifs douaniers, ayant relevé de façon substantielle le taux moyen de leurs tarifs en 2018 et menacé de les hausser à nouveau en 2019 (figure 16). Ce faisant, les États-Unis, qui appliquaient des tarifs comptant parmi les plus bas du monde, imposent maintenant un fardeau tarifaire très élevé par rapport aux normes des pays développés.

Parmi l'éventail des issues possibles, nous continuons de nous préparer à un scénario défavorable où le gros des tarifs substantiels actuellement en place demeurerait en vigueur, sans compter la possibilité d'une nouvelle escalade modérée liée aux relations entre les États-Unis et la Chine ou dans le secteur de l'automobile (figure 17). Ce scénario devrait retrancher environ un demi-point de pourcentage des taux de croissance économique des États-Unis et de la Chine au cours des prochaines années. Cet effet est vraiment très dommageable et est l'une des raisons qui nous amènent à prévoir un assombrissement des perspectives.

Figure 14 : Risques macroéconomiques : diversifiés et substantiels



Source : RBC GMA

Figure 15 : Le commerce mondial a nettement ralenti

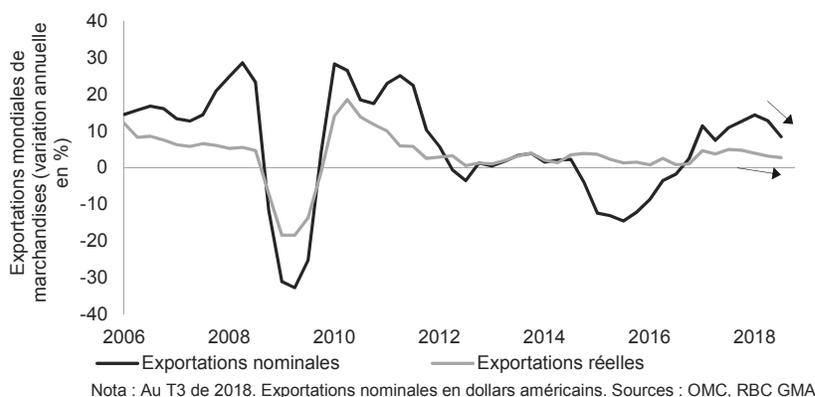
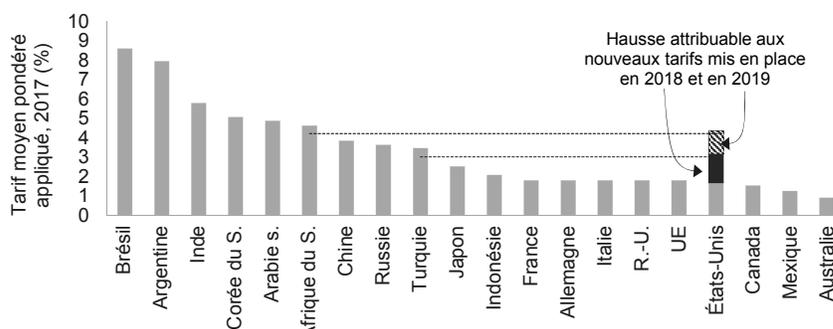


Figure 16 : Les tarifs américains sont maintenant beaucoup plus élevés



Nota : Tarif moyen pondéré appliqué pour l'ensemble des produits. Les estimations par Deutsche Bank des tarifs des États-Unis pour 2018 et 2019 tiennent compte des tarifs additionnels annoncés jusqu'en octobre 2018. Sources : Deutsche Bank, Banque mondiale, Haver Analytics, RBC GMA

Il faut cependant reconnaître que les taux tarifaires de 3 % à 4 % des États-Unis restent relativement bas par rapport à ceux appliqués lors des accès de protectionnisme antérieurs du pays (figure 18). Rares sont ceux qui croient que les tarifs plongeront les économies dans la récession sans l'aide d'autres facteurs.

Bien qu'il s'agisse de notre meilleure hypothèse, un dénouement « défavorable » concernant le protectionnisme n'a rien d'inéluctable. Si, dans un cas extrême, le scénario du pire, à savoir une guerre commerciale, reste concevable selon une probabilité de 15 %, les tarifs provisoires des États-Unis pourraient à l'inverse convaincre les pays ciblés de réduire leurs propres barrières commerciales. La deuxième hypothèse la plus probable, et peut-être la plus pertinente, est celle d'un scénario « légèrement défavorable » où les tensions entre les États-Unis et la Chine s'apaiseraient quelque peu.

Outre le Brexit, qui sera abordé plus loin dans le présent rapport, les trois autres problèmes principaux liés au protectionnisme touchent le commerce nord-américain, les relations entre les États-Unis et la Chine, et l'imposition de tarifs généraux.

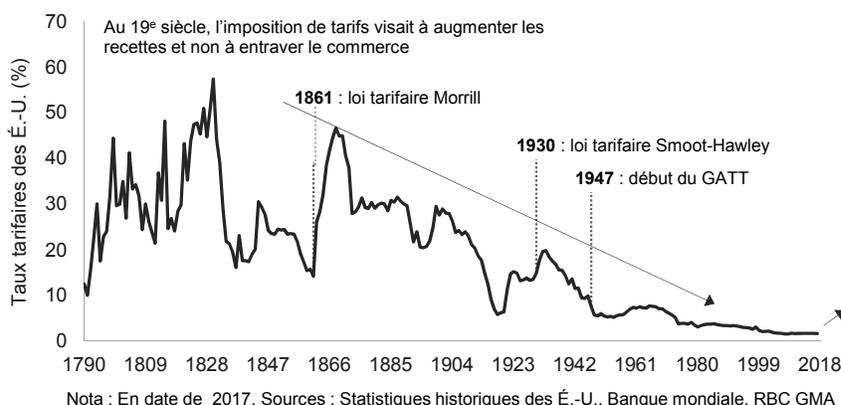
Les États-Unis, le Mexique et le Canada ont conclu l'automne dernier un nouvel accord commercial nord-américain (AEUMC). L'accord ainsi proposé pour remplacer l'ALENA constitue une victoire importante

Figure 17 : Scénarios relatifs au commerce des É.-U. pour 2018-2019

Scénario	Pire	Négatif	Un peu négatif	Neutre	Meilleur
Probabilité	15 %	40 %	25 %	10 %	10 %
Détails	Guerre commerciale	Hausse substantielle des tarifs	Plusieurs tarifs de moindre importance	Annulation des tarifs de M. Trump	Effondrement des barrières étrangères sous la pression
Effet économique	É.-U. : -0,7 à -4,0 % Chine : -0,8 à -1,8 % Canada : -1,1 à -4,8 %	É.-U. : -0,4 à -0,8 % Chine : -0,4 à -0,8 % Canada : -0,4 à -0,8 %	É.-U. : -0,3 % Chine : -0,2 % Canada : -0,4 %	É.-U. : 0,0 % Chine : 0,0 % Canada : 0,0 %	É.-U. : positif Chine : ? Canada : ?

Source : RBC GMA

Figure 18 : Jusqu'à récemment, les taux tarifaires des États-Unis étaient en baisse



contre le protectionnisme. Il sera toutefois probablement difficile de faire ratifier l'AEUMC, étant donné les divisions entre les deux ailes du Congrès. Les démocrates et les républicains discutent âprement et exigent des modifications de l'accord. Les traités internationaux ne se prêtent toutefois généralement pas à ce genre de tractations, d'où une issue incertaine. Nous maintenons depuis l'annonce de l'accord qu'il existe 15 % de chances que l'AEUMC

ne soit finalement pas approuvé. La récente paralysie de l'administration américaine illustre bien les querelles partisans aux États-Unis. Pour sa part, le Canada a aussi timidement menacé de refuser de faire ratifier l'AEUMC par le Parlement si les tarifs persistants sur l'acier et l'aluminium ne sont pas levés.

L'AEUMC est peut-être légèrement moins intéressant pour les trois pays que l'ALENA qui l'a précédé, dans la mesure où il impose des limitations

au secteur automobile et diverses autres barrières subtiles. L'accord est en revanche meilleur que ce que l'on attendait au départ, les États-Unis ayant renoncé à certaines de leurs exigences les plus extrêmes. Les négociations ont aussi fait ressortir certains éléments utiles sur l'approche américaine en matière d'accords commerciaux : d'abord et avant tout, un désir véritable de parvenir à un accord et, ensuite, une stratégie de négociation consistant à exiger beaucoup pour obtenir moins.

En ce qui concerne le commerce, l'attention s'est maintenant reportée sur les relations entre les États-Unis et la Chine. Cet intérêt est on ne peut plus logique, étant donné qu'il concerne les deux plus grandes économies de la planète et que la Chine représente à elle seule 61 % du déficit commercial des États-Unis. La date butoir initiale du 1<sup>er</sup> mars pour les négociations entre les deux pays a été repoussée, et l'on s'attend à ce que le président américain Donald Trump et le président chinois Xi Jinping veuillent conclure un accord à la fin de mars ou en avril. Cette perspective est globalement une bonne nouvelle et réduit le risque de voir les États-Unis relever de 10 % à 25 %, comme le président Trump a menacé de le faire, le taux des tarifs imposés sur 200 milliards de dollars US d'importations de produits chinois.

Quoi qu'il en soit, nous ne sommes pas à la veille de voir disparaître d'un seul coup les frictions entre

**Figure 19 : Les armes de la guerre commerciale ne se limitent pas aux tarifs**

<p><b>Tarifs :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Universalité</li> <li>• Filtre géographique</li> <li>• Filtre de produits</li> </ul> <p><b>Barrières non tarifaires :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Quota d'importation</li> <li>• Subvention intérieure</li> <li>• Étanchéité des frontières</li> <li>• Barrière technique</li> <li>• Blocage de la nomination des juges de l'OMC par les É.-U.</li> </ul> <p><b>Investissements :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Restriction des flux entrants de capitaux</li> <li>• Restriction des acquisitions internes de sociétés</li> <li>• Vente d'avoirs étrangers (Chine : obligations d'État américaines)</li> </ul>	<p><b>Restriction des exportations :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Accès aux terres rares de la Chine</li> <li>• Accès aux technologies de pointe des États-Unis</li> </ul> <p><b>Autres moyens de pression :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Restriction de l'immigration</li> <li>• Contraintes exercées sur des sociétés (ZTE, Huawei, Qualcomm, Micron, Apple)</li> <li>• Accès au système de compensation en dollars</li> <li>• Contrats d'approvisionnement de l'État</li> <li>• Manipulation du taux de change</li> <li>• Union postale universelle</li> <li>• Exacerbation de l'opinion publique (boycottage, tourisme)</li> <li>• Militarisme</li> </ul>
--	---

Source : RBC GMA

**Figure 20 : Il est difficile de mettre fin aux frictions sous-jacentes entre les États-Unis et la Chine**

Sources de frictions			
Plaintes des États-Unis au sujet de la Chine		Plaintes de la Chine au sujet des États-Unis	
Excédent commercial	Contrôle des mouvements de capitaux	Tarifs douaniers	Domination de l'ordre mondial (Banque mondiale, OMC, ONU, FMI, G7, etc.)
Sociétés d'État	Manipulation du taux de change	Présence dans le Pacifique	
Exigences relatives aux coentreprises	Remise en question de l'ordre mondial (une ceinture, une route ; BAI ; mer de Chine méridionale)		
Vol des droits de propriété intellectuelle			

Sources : Haver Analytics, Wikipédia, RBC GMA

les États-Unis et la Chine. Même s'il est plausible que les tarifs cesseront d'augmenter, les deux pays se livrent à une guérilla sur d'autres plans, notamment en ciblant réciproquement leurs entreprises de pointe et en limitant les flux d'investissements (figure 19).

Qui plus est, les racines du différend entre les États-Unis et la Chine tiennent moins à un déficit commercial, que cette dernière pourrait vraisemblablement réduire en augmentant ses achats de soja et de véhicules américains, qu'aux avantages non réciproques dont

le modèle économique chinois fait bénéficier ses entreprises de premier plan, détenus par l'État, grâce à des prêts subventionnés, au contrôle des capitaux et à l'acquisition de propriété intellectuelle (figure 20). Nous nous attendons dès lors à ce que les frictions entre les deux pays se poursuivent bien au-delà de la période de négociations actuelle et, de ce fait, même après la fin du mandat du président Trump.

Le troisième problème majeur en matière de protectionnisme est dernièrement passé au second plan par rapport aux autres, mais pourrait revenir sur le devant de la scène au cours des prochains mois. Les États-Unis ont à différentes occasions appliqué un tarif général à une marchandise particulière, en visant à la fois tous les pays ou plusieurs d'entre eux. Les plus notoires de ces tarifs sont ceux qui ont été imposés en 2018 sur l'acier et l'aluminium. Ces tarifs frappent toujours de nombreux pays, dont le Canada, le plus important fournisseur étranger d'acier et d'aluminium des États-Unis. Les automobiles, notamment celles importées de l'Union européenne et du Japon, pourraient devenir à leur tour la cible de tarifs douaniers en 2019.

### Ralentissement en Chine

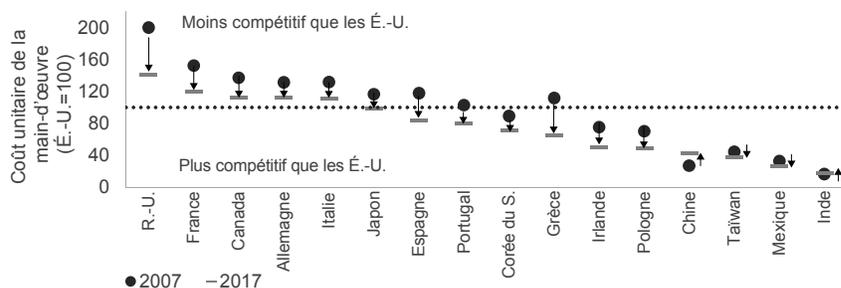
La Chine continue de mériter une attention particulière. Non seulement elle représente une part colossale de la croissance mondiale, mais son économie ralentit à présent de façon manifeste, ce qui suscite un

Figure 21 : Situation de la Chine en 2019



Source : RBC GMA

Figure 22 : Compétitivité relative de la main-d'œuvre par pays



Nota : Exclut les facteurs de compétitivité que sont le coût de l'énergie, le prix des intrants, les taux d'imposition, la législation du travail et le fardeau réglementaire. Le taux de change du marché est utilisé pour convertir les salaires afin de refléter le coût réel de la main-d'œuvre assumé par les entreprises. Les taux de change selon la parité des pouvoirs d'achat sont utilisés pour convertir la valeur ajoutée réelle en vue de refléter la quantité de biens produits, en présumant que les multinationales peuvent les vendre sur n'importe quel marché. Sources : Programme International Labor Comparisons du Conference Board, Macrobond, RBC GMA

débat quant à l'efficacité prévisible des récentes contre-mesures de stimulation et à la capacité de ces dernières de contribuer à résoudre les problèmes d'endettement du pays (figure 21).

L'économie chinoise est depuis longtemps sur une trajectoire de ralentissement graduel, causée par la détérioration des facteurs démographiques, la perte progressive de compétitivité (figure 22), l'évolution chancelante

de la mondialisation et le potentiel de croissance limité d'une économie arrivant à maturité. Le pays a toutefois subi l'an dernier un choc supplémentaire attribuable aux efforts de désendettement, aux tarifs des États-Unis et à un fléchissement de la demande mondiale (figure 23). Nous tablons sur une croissance, inférieure à la moyenne des prévisions, de 6,00 % de l'économie chinoise en 2019, puis de 5,75 % en 2020. La Chine a elle-

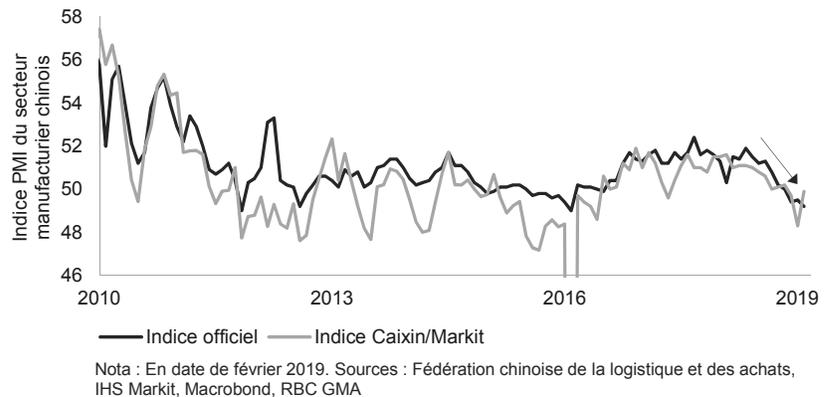
même reconnu son ralentissement en abaissant sa cible officielle de croissance dans une fourchette de 6,00 % à 6,50 %.

Pour essayer de limiter l'ampleur du ralentissement, les dirigeants chinois ont annoncé plusieurs trains de mesures de stimulation, principalement par une combinaison de politiques monétaires et budgétaires (figure 24). D'autres mesures pourraient être approuvées à l'occasion de l'assemblée annuelle du Congrès national du peuple. Collectivement, ces mesures devraient engendrer une forte impulsion positive, mais elles ne sont pas de la même ampleur que les grandes politiques de relance antérieures.

Ce train de mesures est d'une nature assez inhabituelle au regard des normes chinoises, car il repose plus sur des baisses d'impôt que sur des programmes d'infrastructures. De ce fait, les retombées sont plus incertaines que d'habitude, notamment si l'on tient compte du taux d'épargne résolument élevé des ménages chinois. De plus, les mesures de stimulation budgétaire mettent du temps à produire leurs effets, de sorte qu'il est peu probable d'observer une stabilisation notable, et encore moins un rebond, avant le second semestre de l'année.

Enfin, lorsque le gouvernement chinois décrète des mesures de stimulation, le fardeau de la dette augmente en général parallèlement à leur mise en œuvre. La question

**Figure 23 : La croissance de l'économie chinoise a notablement reculé**



**Figure 24 : Intervention des autorités chinoises**

Mesures de relance	Évaluation
Monnaie	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Dépréciation modérée au cours de la dernière année</li> </ul>
Politique monétaire	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Baisses de taux/injection de liquidités à répétition</li> </ul>
Politique budgétaire	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Infrastructures des administrations locales</li> <li>• Encouragement aux dépenses en immobilisations des entreprises</li> <li>• Impôt sur le revenu des particuliers</li> <li>• Réduction probable de la TVA et de l'impôt des sociétés</li> <li>• Réduction de l'impôt des sociétés à venir ?</li> </ul>
Réglementation	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Assouplissement des règles visant le marché du logement</li> </ul>
<b>Autres facteurs</b>	
Antécédents	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Les autorités chinoises se classent depuis longtemps parmi les meilleures au monde</li> <li>• Elles ont déjà réussi à rétablir la croissance</li> </ul>
Complications	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Les facteurs structurels favorables à la croissance intérieure s'estompent</li> <li>• Elles veulent éviter de regonfler la dette</li> <li>• Les mesures de relance mettent du temps à produire leurs effets</li> <li>• Les autorités ne sont pas habituées à mettre en œuvre ces nouvelles mesures de relance moins axées sur les infrastructures</li> </ul> <p><b>= L'intervention sera-t-elle moins fructueuse que les précédentes ?</b></p>

Source : RBC GMA

n'est pas anodine pour la Chine, où l'endettement est déjà passablement élevé par rapport aux normes des marchés émergents (figure 25). Cela dit, le pays a maîtrisé les points chauds les plus considérables de sa dette au cours des trois dernières années, et nous n'avons pas lieu de redouter une nouvelle flambée problématique de son endettement.

### Phase avancée du cycle économique

Nous continuons de surveiller de près le cycle économique aux États-Unis. Comme lors des trimestres précédents, notre feuille de pointage indique que nous nous trouvons à une étape avancée du cycle (figure 26). Un examen approfondi montre toutefois que cette stabilité apparente cache des remous considérables sous la surface. Les différents éléments utilisés pour constituer la feuille de pointage ne laissent pas tous entrevoir une poursuite de l'expansion, mais ils continuent de progresser. Le scénario de « phase avancée du cycle » est encore le plus probable, mais il est désormais suivi du scénario de « fin de cycle », plutôt que par celui de « milieu de cycle ».

Le fait que nous nous situons à une étape avancée du cycle ne signifie pas qu'il faut renoncer complètement à prendre des risques de placement, mais plutôt qu'il faut faire preuve de prudence, étant donné que le profil risque-rendement n'est plus aussi favorable qu'il l'était à des étapes antérieures du cycle.

Figure 25 : L'endettement des sociétés chinoises est élevé

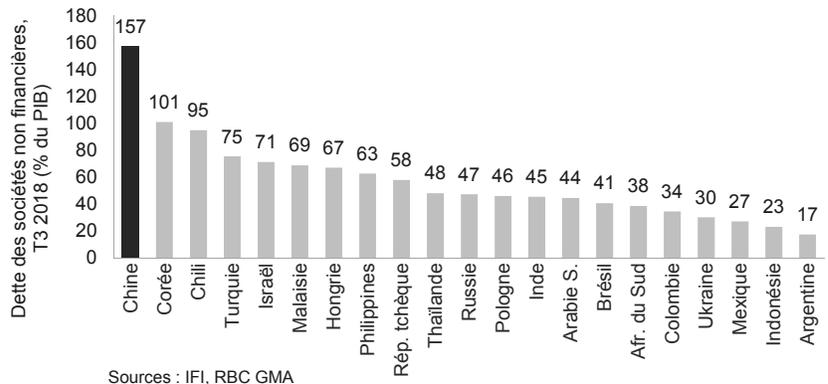


Figure 26 : L'économie des É.-U. est à un stade avancé du cycle et poursuit sa course

	Début du cycle	Cycle initial	Milieu du cycle	Cycle avancé	Fin du cycle	Récession
Stocks		■	■			
Biens de consommation durables		■	■	■		
Effet de levier			■	■		
Logement			■	■		
Rentabilité des capitaux propres			■	■		
Prix			■	■	■	
Politique monétaire					■	
Crédit			■	■	■	
Investissements des entreprises			■	■	■	
Obligations				■	■	
Tendance économique				■	■	
Emploi				■	■	
Orientation des actions				■	■	
Capacités excédentaires				■	■	
Volatilité				■	■	
Confiance				■	■	
Phase du cycle				■	■	
<b>Votes pour chaque phase du cycle économique</b>	<b>0</b>	<b>1,5</b>	<b>6,5</b>	<b>14</b>	<b>9,5</b>	<b>0</b>

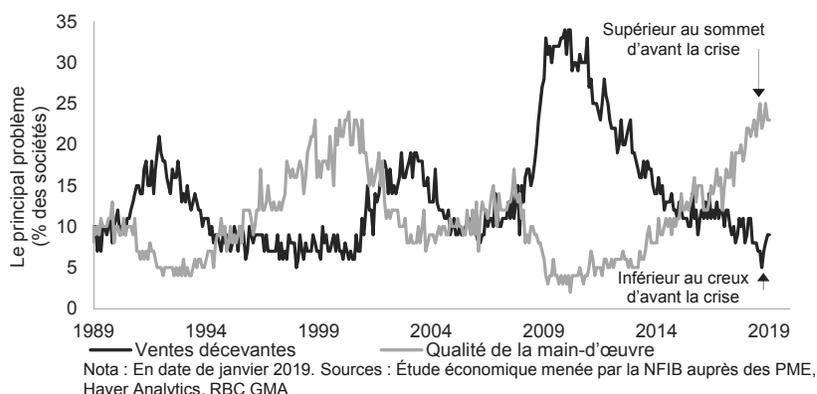
Nota : Les cases noires indiquent la phase la plus probable du cycle économique (pleine pondération) ; les cases grises indiquent une interprétation différente (pondération de 0,5). Source : RBC GMA

L'atteinte des limites extrêmes de capacité de l'économie américaine représente l'un des éléments militant le plus en faveur du scénario d'étape avancée du cycle (figure 27). Lorsqu'on demande aux entreprises de dresser la liste de leurs principaux problèmes, elles font rarement mention de ventes décevantes, mais se plaignent régulièrement de la piètre qualité des travailleurs qu'elles parviennent à attirer. Ce constat est pertinent pour déterminer l'étape du cycle, en partie parce que la croissance peut difficilement se poursuivre lorsque les économies se butent à leurs contraintes naturelles, et en partie parce que les économies sont susceptibles d'être en surchauffe quand elles atteignent les limites de leur capacité, ce qui déclenche la fin du cycle.

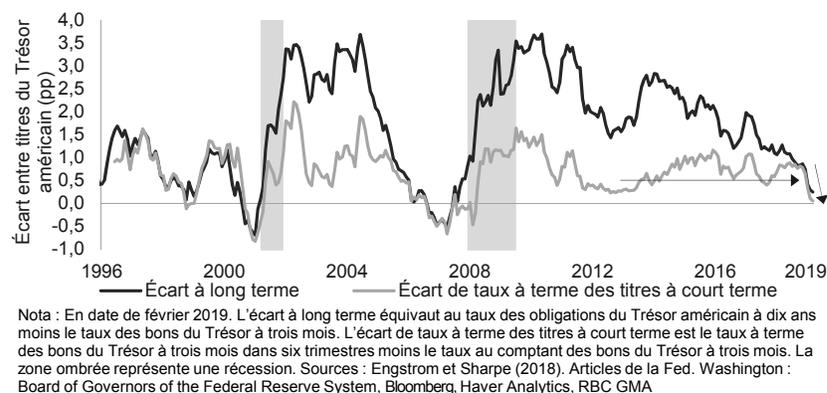
Dans le marché du crédit, les taux de défaillance pour les prêts automobiles augmentent depuis un certain temps et sont désormais assez élevés, surtout dans le segment des prêts à risque. Les taux de défaillance sur cartes de crédit augmentent aussi. À vrai dire, les défaillances relatives aux emprunts hypothécaires restent peu élevées et l'endettement global des ménages n'est pas exagérément préoccupant, mais des signes de faiblesse apparaissent. Ce sont là des indices classiques de l'avancement du cycle économique.

Les courbes des taux offrent une perspective éprouvée du cycle économique. Le fait que la plupart

**Figure 27 : La situation économique s'est considérablement améliorée depuis la crise financière**



**Figure 28 : La courbe des taux signale une hausse du risque de récession**



d'entre elles se sont aplaties considérablement ces dernières années et se situent actuellement tout juste au-dessous de zéro indique clairement que le cycle économique avance, mais aussi qu'il dure depuis longtemps (figure 28). Soulignons toutefois que les courbes de taux doivent s'inverser sensiblement avant de signaler une récession, et que, là encore, une récession ne se produit habituellement qu'un an plus tard en moyenne.

Le cycle économique et le risque d'une récession sont des concepts intimement liés, et les récessions représentent la conclusion naturelle des cycles économiques. Parmi les modèles de récession que nous observons, la plupart font ressortir l'augmentation du risque de récession, dont la probabilité varie toutefois considérablement selon les évaluations. Nous attribuons une probabilité de 35 % à une récession en 2019 et une probabilité

légèrement plus élevée à un tel événement en 2020.

L'évaluation du risque de recul est cruciale pour bien comprendre la suite des choses. Par exemple, étant donné que le risque de récession est plus élevé que d'habitude, une pondération supérieure à la normale est attribuée à notre scénario baissier. En revanche, si notre hypothèse de base laisse entrevoir une croissance de 2,25 % de l'économie américaine en 2019, l'intégration complète de nos scénarios baissiers et haussiers se traduit par une croissance prévue d'à peine 1,70 % (figure 29). Ces chiffres expliquent pourquoi il serait peu judicieux de prendre d'importants risques de placement à cette étape avancée du cycle, même si l'hypothèse de base semble favorable.

### Recul de l'inflation

L'inflation globale a récemment reculé, repassant sous la barre des 2 % en Amérique du Nord. Cette régression est principalement imputable à la baisse des prix de l'énergie.

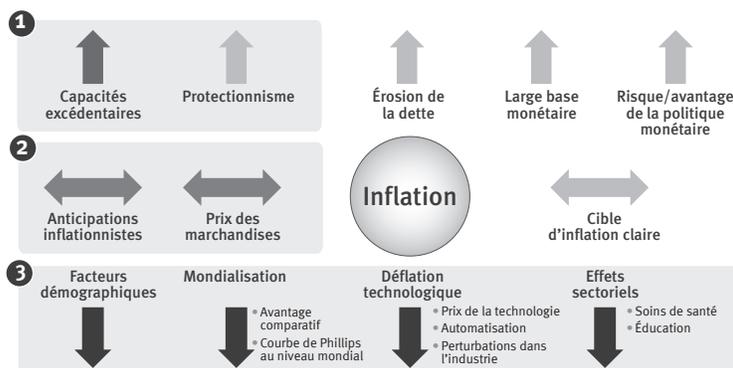
Il est peu probable que l'inflation devienne problématique de sitôt, compte tenu de facteurs structurels de diminution liés au vieillissement de la population et à la déflation causée par la technologie. Les tensions inflationnistes sont aussi plutôt faibles et constituent un autre facteur ne laissant pas prévoir de remontée subite des pressions sur

Figure 29 : Scénarios de croissance aux États-Unis pour l'année

Scénario pour l'année	Probabilité normale	Probabilité actuelle	Croissance du PIB aux É.-U.
Baissier	15 %	40 %	< 1,5 %
Référence	75 %	50 %	1,5 % – 3,0 %
Haussier	10 %	10 %	> 3,0 %
<b>Croissance pondérée en fonction des scénarios</b>	<b>2,10 %</b>	<b>1,70 %</b>	

Nota : Un scénario baissier ne correspond pas nécessairement à une récession. Les probabilités sont établies selon une approche stylisée. Source : Prévisions de RBC GMA

Figure 30 : Le baromètre de l'inflation monte, mais reste modéré



Source : RBC GMA

les prix. Pour l'instant, les prix des produits de base sont aussi stables.

Cela dit, l'inflation n'est pas aussi calme qu'elle le semble à première vue. Ainsi, les mesures de l'inflation de base, qui excluent les composantes volatiles comme l'alimentation et l'énergie, sont quelque peu plus élevées et dépassent même la cible de 2 % aux États-Unis.

Compte tenu des différents catalyseurs d'inflation (figure 30), il

est important de reconnaître qu'en plus des freins déjà mentionnés, deux facteurs importants militent en faveur d'une hausse de l'inflation. Le protectionnisme est le premier de ces facteurs, étant donné que les tarifs douaniers font augmenter les prix des produits importés.

Deuxièmement, et il s'agit d'un facteur déterminant pour toute prévision d'inflation, les pressions économiques laissent clairement entrevoir une recrudescence de

l'inflation. Les salaires ont augmenté dans la plupart des pays développés, tandis que les indicateurs avancés pertinents sont orientés à la hausse (figure 31). Le lien entre les capacités économiques excédentaires et les salaires est peut-être moins puissant qu'auparavant en raison de l'interdépendance du monde moderne, mais de toute évidence, il existe toujours un effet positif.

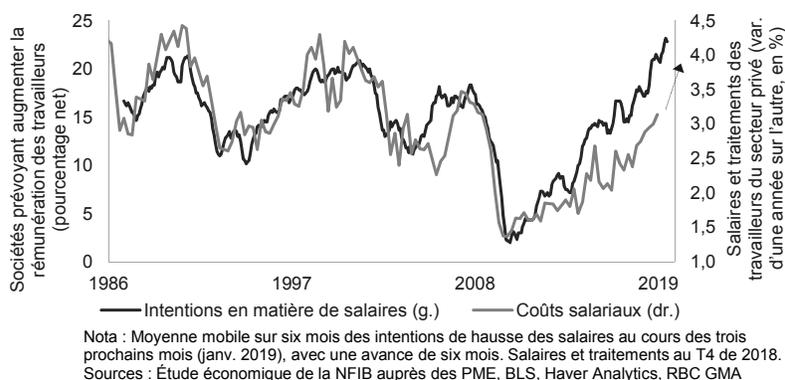
Ce lien, combiné au fait que les banques centrales semblent actuellement sur la touche et qu'elles s'attachent selon nous à éviter une faiblesse de l'économie plutôt qu'à contrer la vigueur de l'inflation, nous incite à prévoir une inflation globalement supérieure aux prévisions générales au cours des prochaines années (figure 32). Nous ne soutenons pas que l'inflation sera excessivement élevée, mais qu'elle devrait être un peu supérieure à la normale.

## Les banques centrales sur la touche

Au cours du dernier trimestre, les banques centrales ont adopté une attitude attentiste en raison du ralentissement de la croissance, du recul de l'inflation et de la volatilité exceptionnelle sur les marchés financiers.

Par conséquent, les attentes des marchés en ce qui concerne l'évolution de la politique monétaire ont changé. Pendant un bon moment, les investisseurs ont tablé sur un relèvement soutenu du taux des

Figure 31 : Les salaires continuent de monter aux États-Unis



fonds fédéraux, mais ils ont abaissé leurs prévisions depuis (figure 33).

Nous sommes d'avis que les banques centrales des pays développés resteront sur la touche en 2019, principalement en raison de l'évolution de la situation économique, mais aussi parce que, selon nous, les taux directeurs neutres se situent dans la partie inférieure des estimations des banques centrales. Il ne sera tout simplement pas nécessaire qu'ils augmentent encore beaucoup.

L'inflation pourrait remonter légèrement, mais il est peu probable que les banques centrales soient perturbées, car elles accorderont vraisemblablement la priorité à la maximisation de la croissance plutôt qu'à la réduction de l'inflation. Il en est ainsi en raison des prévisions d'inflation peu élevées, à cause desquelles il est peu probable qu'un épisode de hausse de l'inflation ait un effet multiplicateur ; en outre, les banques centrales se montreront

vraisemblablement plus tolérantes à l'égard d'une inflation supérieure à leur cible après une décennie d'inflation inférieure à la moyenne.

Maintenant que les banques centrales ont adouci le ton, la question essentielle est de déterminer si ce changement aura pour effet de prolonger l'expansion économique. À court terme, un nombre réduit de hausses de taux devrait se traduire par une accélération de la croissance économique, ce qui réduit le risque d'enregistrer une croissance inférieure à la vitesse de décrochage. Cela dit, sur une longue période, l'accélération de la croissance devrait aussi se traduire par une aggravation des tensions économiques qui donneront lieu aux problèmes annonçant habituellement la fin du cycle, notamment une montée de l'inflation, la dégradation de la qualité de la main-d'œuvre, une prise de risque excessive et des critères d'octroi du crédit trop souples.

Autrement dit, l'adoucissement de la politique des banques centrales diminue le risque d'une récession au cours des prochains trimestres, mais pourrait l'accroître par la suite.

De toutes les banques centrales qui ont mis en place des programmes d'assouplissement quantitatif, dans le cadre desquels elles ont eu recours à la planche à billets et acheté des obligations, seule la Réserve fédérale américaine (Fed) a commencé à faire machine arrière. Elle vend désormais 50 G\$ US d'obligations chaque mois et a fait passer son bilan d'un sommet de 4 500 G\$ US à 4 000 G\$ US aujourd'hui. Il reste à la Fed un long chemin à parcourir avant de revenir à son point de départ antérieur à la crise, qui était de 800 G\$ US. Cependant, l'expansion de l'économie, combinée à la diminution de l'endettement des banques, donne à penser que le point d'arrivée du bilan ne devrait pas se situer en deçà d'environ 3 500 G\$ US. Il en ressort que la Fed est bien avancée dans ce processus et qu'elle pourrait même y mettre fin dans un an.

La Banque centrale européenne (BCE) et la Banque du Japon (BdJ) se trouvent dans une situation difficile, étant donné qu'elles n'ont toujours pas retiré la moindre mesure de relance monétaire. Un tel retrait semble désormais inapproprié, compte tenu de l'évolution de la situation économique. Cette situation est préoccupante, car ces banques centrales risquent de ne pas disposer

Figure 32 : Prévisions de RBC GMA pour l'IPC dans les marchés

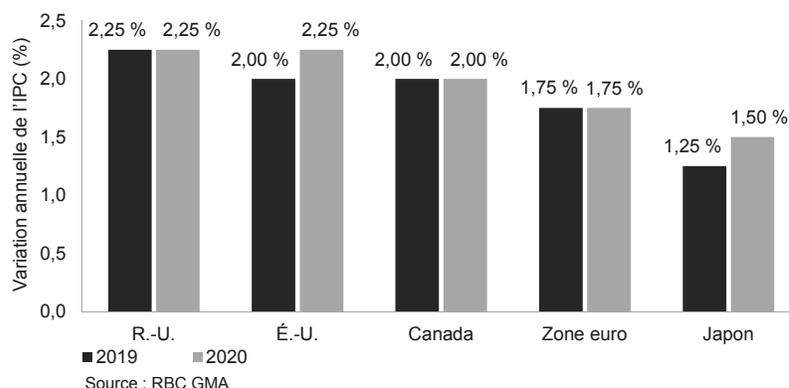


Figure 33 : Rajustement du marché obligataire, qui n'anticipe plus de hausses de taux

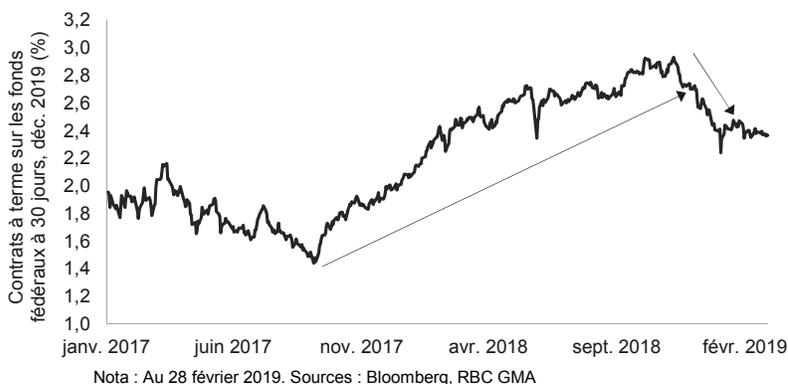
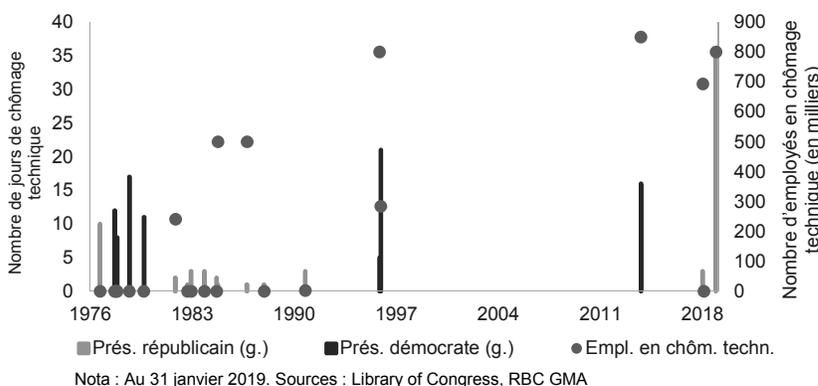


Figure 34 : La dernière paralysie de l'administration américaine a connu une durée record



de la marge de manœuvre nécessaire pour mettre en place de nouvelles mesures de relance lorsque le cycle prendra fin.

### L'avantage des États-Unis diminue

L'économie américaine a tiré parti d'importantes baisses d'impôt en 2018, enregistrant une croissance spectaculaire et faisant preuve d'une meilleure résistance à la décélération tendancielle observée à l'étranger.

En revanche, un certain nombre de facteurs indiquent depuis que l'économie des États-Unis devrait commencer à ralentir. Mentionnons notamment la paralysie récente de l'administration, le resserrement des conditions financières, l'atténuation des effets de la relance budgétaire et le protectionnisme. Ces facteurs ont déjà commencé à faire sentir leurs effets sur les données trimestrielles du PIB du pays, passé d'une croissance annualisée exceptionnelle de 4,2 % au deuxième trimestre de 2018 à une croissance modérée de 2,6 % à la fin de l'année.

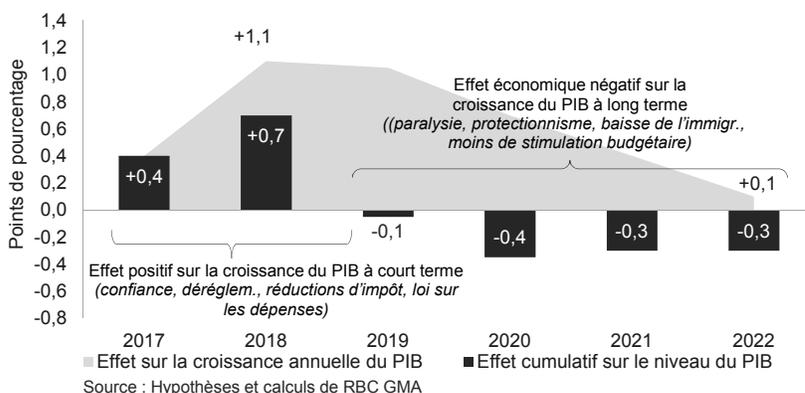
La paralysie récente de l'administration américaine, qui a duré 35 jours, est un obstacle propre aux États-Unis (figure 34). Ce type de paralysie n'est pas sans précédent, mais la durée de celle-ci a atteint un record et le nombre des employés en chômage technique a été élevé. Au bout du compte, la perte de croissance annuelle de l'économie ne dépassera pas de 0,1 % à 0,2 %, mais elle peut faire boule de neige.

Figure 35 : Un contexte politique très différent en 2019-2020

Situation à Washington	Enquête de M. Mueller
<ul style="list-style-type: none"> <li>Les démocrates ont remporté la Chambre des représentants</li> <li>Le Congrès est maintenant divisé</li> <li>Difficile de légiférer en 2019-2020</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Portée et intensité accrues</li> <li>Possibilité d'une longue procédure d'accusation ou de destitution de M. Trump</li> <li>Difficile de légiférer dans ce tumulte</li> </ul>
<p><b>Paralysie :</b> Deuxième ronde de réductions d'impôt, immigration, infrastructures, santé</p> <p><b>Enjeux majeurs :</b> Approbation de l'ALENA, blocage du gouvernement, destitution de M. Trump ?</p> <p><b>Dossiers non touchés :</b> Tarifs, politique étrangère, décrets</p> <p>Élection présidentielle en 2020 : L'éventualité d'un affrontement entre populistes de droite et d'extrême gauche inquiète les marchés</p>	

Source : RBC GMA

Figure 36 : Effet des politiques budgétaires sur le PIB des États-Unis



La controverse entourant la paralysie en dit long sur le climat politique actuel à Washington. Comme les démocrates sont désormais majoritaires à la Chambre des représentants, chaque décision sera litigieuse étant donné que les républicains ont la main haute sur le Sénat et la Maison-Blanche. Si l'on prend en compte l'enquête du procureur Mueller sur la campagne électorale de Donald Trump, les

épisodes de paralysie et les épisodes de conflit devraient alterner au cours des deux prochaines années (figure 35).

La situation budgétaire se dégrade aussi. Si l'on additionne les aspects positifs et négatifs de l'économie découlant des politiques publiques des États-Unis, 2019 représente un tournant important (figure 36). Si les années 2017 et 2018 ont

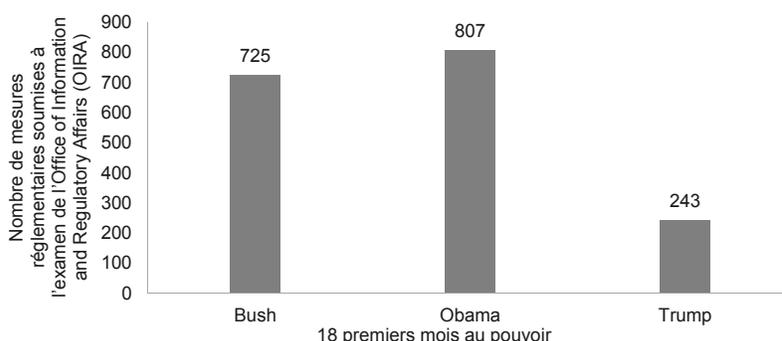
été marquées par une croissance économique spectaculaire en raison de l'effet combiné de la déréglementation (figure 37), des mesures budgétaires et du coup de fouet donné à la confiance, la situation change désormais, étant donné que le protectionnisme et la réduction de l'immigration commencent à peser dans la balance. Par suite d'une réévaluation de la situation dans la foulée de la paralysie administrative, nous prévoyons un léger ralentissement net en 2019, qui sera plus accentué en 2020.

Les secteurs sensibles aux taux d'intérêt, comme le marché américain de l'habitation, perdent sans surprise de leur vigueur actuellement, mais le risque de baisse semble limité et les coûts d'emprunt ne devraient pas augmenter considérablement par rapport à leurs niveaux actuels (figure 38).

Compte tenu de ces facteurs défavorables, nous prévoyons une croissance plus faible de 2,25 % pour l'économie américaine en 2019, soit moins que les prévisions générales. L'expansion baissera ensuite à 1,75 % en 2020. Ces chiffres pâtissent de la comparaison avec la croissance de 2,9 % du PIB en 2018.

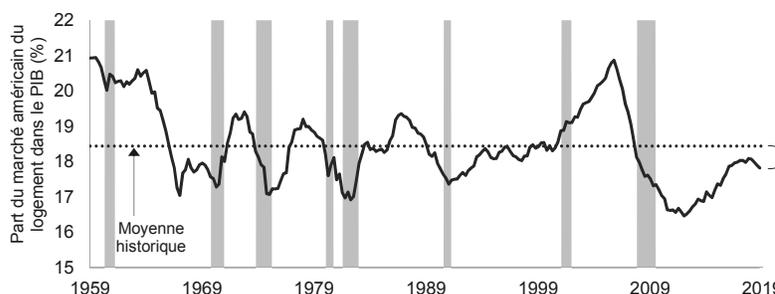
L'inflation aux États-Unis devrait tourner autour de 2,0 % en 2019 et augmenter légèrement à 2,25 % en 2020, ce qui justifie le niveau actuel du taux des fonds fédéraux et devrait lui permettre de demeurer inchangé. En ce qui concerne les

**Figure 37 : Moins de mesures réglementaires sous l'administration Trump**



Nota : Au 20 juillet 2018. Sources : Regulatory Studies Center de l'Université George Washington, RBC GMA

**Figure 38 : Le marché américain du logement ne s'est jamais emballé, mais il perd maintenant de la vigueur**



Nota : Au T4 de 2018. La part du marché du logement dans le PIB correspond au total de l'investissement dans le secteur résidentiel, des loyers (réels et imputés aux propriétaires de maisons), de l'entretien et des réparations des logements et des services publics, et la moitié des meubles, des matières textiles et des électroménagers et autres appareils pour la maison et le jardin, et des ustensiles et accessoires pour la maison. Moyenne historique de 1959 à aujourd'hui. Les parties ombrées représentent une récession. Sources : Haver Analytics, RBC GMA

monnaies, le dollar américain devrait grappiller des gains supplémentaires par rapport au dollar canadien et à la livre au cours de la prochaine année, mais céder du terrain face à l'euro et au yen.

### La saga du Brexit se poursuit

La situation au Royaume-Uni demeure dominée par le Brexit, terme désignant le processus de retrait du pays de l'Union européenne (UE). Le 29 mars est la date butoir officielle

pour la négociation du retrait, mais il semble probable que ce délai devra être prolongé afin d'obtenir un accord cohérent.

De nombreuses options restent sur la table, mais le risque d'un Brexit brutal et désordonné semble diminuer, car l'appui au report de la date limite augmente et le caractère aberrant de certaines opinions devient apparent. Par conséquent, selon nous, la probabilité d'une union douanière, scénario le plus

vraisemblable, a quelque peu augmenté (figure 39).

Bien entendu, malgré la diminution du risque d'un Brexit particulièrement éprouvant, les issues supposent une certaine dose de dommages pour l'économie britannique. Rien qu'à cause de l'incertitude observée ces dernières années, même l'absence de Brexit aura pesé sur la croissance, comme en témoigne la faiblesse des investissements des entreprises au Royaume-Uni (figure 40). Le marché de l'habitation a aussi été frappé dans une certaine mesure.

Par conséquent, il est peu probable que la Banque d'Angleterre décrète de nouvelles hausses de taux ; elle pourrait même envisager de les abaisser si le Brexit se déroulait mal. Nous prévoyons une croissance de seulement 1,25 % pour l'économie britannique en 2019 et 2020, soit moins que les prévisions moyennes, en raison du ralentissement accru attribuable au Brexit et de la piètre demande de la zone euro. L'inflation devrait rester autour de 2,25 % pour chacune des deux prochaines années.

### Recul dans la zone euro

La croissance mondiale connaît un ralentissement qui est loin d'être uniforme. L'économie américaine s'est montrée plus résistante que la plupart des autres, alors que la zone euro a tiré de l'arrière (figure 41). À première vue, cette différence semble étonnante. L'économie européenne doit certes composer avec le protectionnisme et le resserrement

Figure 39 : Probabilités relatives au Brexit et conséquences

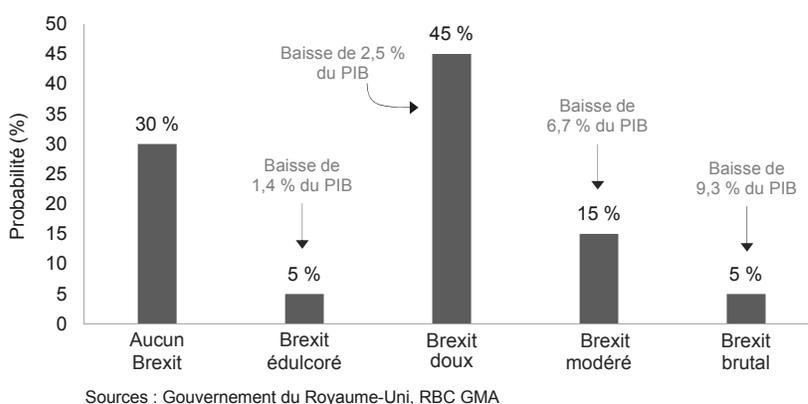


Figure 40 : Au Royaume-Uni, les investissements des entreprises sont maintenant carrément en baisse

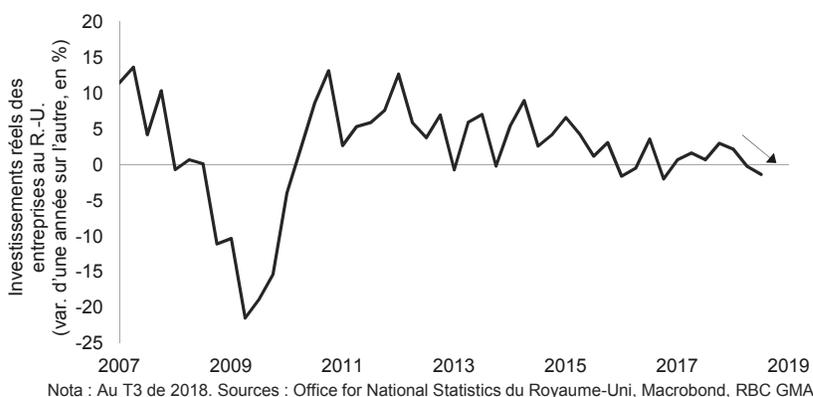
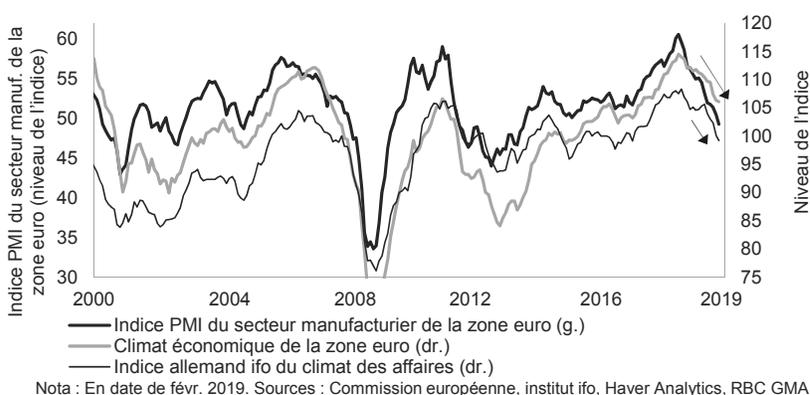


Figure 41 : La croissance continue de s'affaiblir dans la zone euro



des conditions financières, mais leurs effets négatifs sont loin de ceux qui pèsent sur l'économie américaine. De plus, contrairement aux États-Unis, l'Europe ne devrait pas porter un lourd fardeau budgétaire.

La clé du mystère pourrait reposer sur plusieurs autres facteurs. Comme la zone euro est intimement liée à la Chine en raison du commerce, le ralentissement de l'économie chinoise se révèle particulièrement problématique. De même, la zone euro demeure aux prises avec de nombreux problèmes politiques : le gouvernement populiste italien continue de nuire à la stabilité économique et politique, la France est gênée par les manifestations des gilets jaunes chaque semaine et même l'économie allemande est en difficulté depuis peu. La situation pourrait persister tant que le populisme n'aura pas atteint son paroxysme de façon évidente.

Pour la zone euro, nos prévisions sont inférieures à la moyenne : 1,25 % en 2019 et en 2020. Elles sont conformes à celles pour le Royaume-Uni, mais en réalité, le taux de croissance potentiel le moins élevé des deux est celui de la zone euro. Donc, si le rythme de l'Europe est simplement décevant, celui du Royaume-Uni est carrément mauvais.

Comme l'Italie est entrée en récession technique (résultat d'une baisse de l'activité économique pendant deux trimestres consécutifs) et que l'ensemble du continent

voit sa croissance ralentir, il serait peu probable que la BCE relève ses taux en 2019, et ce, même si elle vient d'envisager cette possibilité. L'inflation dans la zone euro devrait continuer d'osciller autour de 1,75 %, ce qui devrait atténuer les pressions s'exerçant sur la banque centrale. Si nous prévoyons une légère appréciation de l'euro, ce n'est pas vraiment en raison d'un optimisme à l'égard des données macroéconomiques, mais plutôt de facteurs techniques axés sur le grand cycle du dollar et de données favorables, comme l'important excédent du compte courant de la zone euro.

### **Le Japon se prépare à une hausse de taxe**

L'économie japonaise est elle aussi en perte de vitesse : elle a enregistré une croissance de 0,8 % en 2018 après avoir plus que doublé ce taux au cours de l'année précédente. Ce taux d'expansion est toutefois non négligeable pour un pays dont la démographie laisse à désirer et demeure sans doute légèrement supérieur à son potentiel de croissance à long terme.

Nous croyons qu'en 2019, le taux de croissance du Japon restera autour de 1 % grâce à une vague de réformes structurelles visant la gouvernance d'entreprise, le commerce et le marché de l'emploi. L'enquête Tankan continue d'ailleurs d'annoncer une croissance respectable. Celle-ci sera toutefois

gênée par le ralentissement des économies de la Chine et des États-Unis, deux grands partenaires commerciaux du Japon, d'autant plus que les États-Unis sortiront l'artillerie protectionniste contre le secteur de l'automobile, qui est si précieux pour l'économie japonaise.

Les prévisions de croissance du Japon pour 2020 sont donc nettement inférieures à celles de 2019 et s'élèvent à 0,50 % à peine. Cette perte de vitesse découle d'une part des prévisions concernant la tendance mondiale et d'autre part de l'augmentation de la taxe de vente prévue pour la fin de 2019, qui devrait limiter les intentions de dépenses. Cette hausse devrait également stimuler l'inflation pour la porter à 1,25 % d'ici la fin de 2019 et à 1,50 % en 2020. Ces chiffres sont vertigineux selon les normes japonaises, mais ils semblent réalisables compte tenu de la tendance depuis quelques années, du taux de chômage particulièrement faible et de la montée des salaires.

Malgré la hausse potentielle de l'inflation, il est peu probable que la Banque du Japon relève ses taux en 2019. Elle ne devrait pas être tentée de réduire les mesures de relance tant que le pays n'aura pas atteint, puis maintenu un taux d'inflation conforme à son objectif de 2 %. Nous prévoyons également une appréciation du yen au cours de l'année, principalement en raison des valorisations.

## Une année 2019 moins difficile pour les marchés émergents

Éléments de plus en plus importants pour la croissance économique mondiale, les marchés émergents génèrent désormais plus de la moitié de la production mondiale et pas moins de 71 % de la croissance mondiale (figure 42). La Chine, dont nous avons parlé plus tôt, fournit une grande part de cet apport.

En 2018, les économies émergentes ont été assaillies par cinq problèmes macroéconomiques qui ont miné leur performance collective (revoir la figure 2) :

- Le ralentissement de la croissance mondiale a freiné la demande étrangère dans tous les pays.
- Les économies émergentes ont particulièrement souffert du protectionnisme, car elles sont axées sur le commerce.
- Le ralentissement de l'économie chinoise a été problématique d'une part parce que la Chine est elle-même un pays à économie émergente et, d'autre part, parce qu'elle est une source de demande pour les autres marchés émergents.
- La vigueur du dollar américain en 2018 a nui aux marchés émergents parce qu'elle a encouragé les sorties de capitaux et que les pays émergents contractent souvent des prêts dans cette monnaie.

Figure 42 : Les marchés émergents génèrent la majeure partie de la croissance mondiale

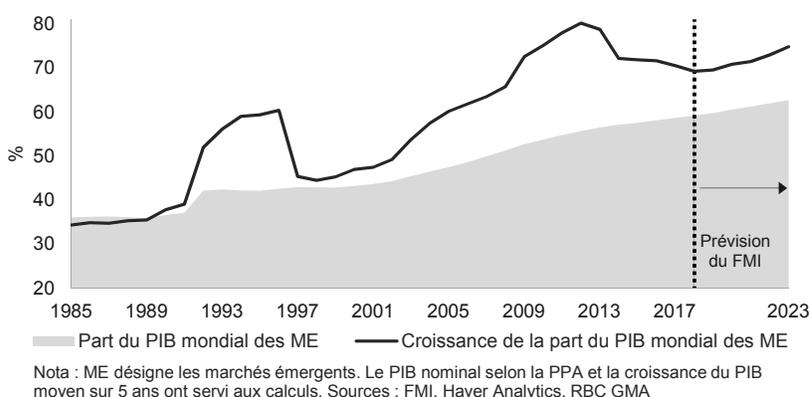
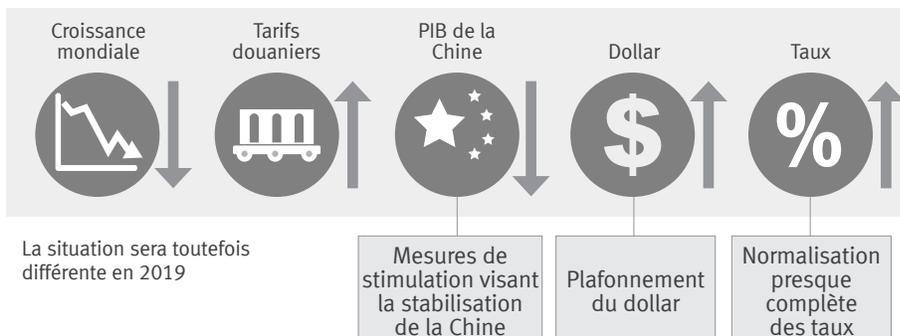


Figure 43 : Les difficultés des marchés émergents sont importantes, mais elles pourraient s'atténuer

Facteurs macroéconomiques négatifs pour les ME en 2018



Source : RBC GMA

- Le relèvement des taux par les banques centrales (et, de façon générale, la montée des taux obligataires) durant la majeure partie de 2018 a augmenté le coût de la dette dans les pays émergents.

Une bonne partie de ces problèmes devrait être réglée ultérieurement (figure 43). L'économie chinoise pourrait commencer à se stabiliser au cours du second semestre. À

notre avis, le dollar américain ne continuera pas de s'apprécier, surtout par rapport aux monnaies des marchés émergents, et les hausses de taux d'intérêt sont dans une large mesure derrière nous.

Ces facteurs ne se traduiront pas par une accélération de la croissance, mais devraient à tout le moins freiner la décélération. Comparativement aux 5,50 % de 2018, nous prévoyons une croissance de 5,25 % pour

2019 et de 5,00 % pour 2020. Bien entendu, ces taux sont nettement supérieurs aux prévisions de croissance mondiale de 3,50 % pour 2019 et de 3,25 % pour 2020.

Sur le plan géographique, l'Inde devrait demeurer la plus dynamique des grandes économies émergentes. Par contre, son récent conflit avec le Pakistan est une source d'inquiétude et le premier ministre, favorable aux réformes, pourrait voir son influence réduite lors des prochaines élections tenues au printemps.

Alors que la plupart de nos prévisions à l'égard des marchés émergents sont inférieures à la moyenne, conformément à notre vision globale, le cas du Brésil constitue une exception. La tendance du pays à cumuler les erreurs de politique publique pourrait être renversée par l'élection récente d'un gouvernement favorable aux entreprises et aux réformes.

### Quatre défis pour le Canada

Dans le sillage de la croissance solide enregistrée aux États-Unis, l'économie canadienne s'est bien portée en 2017 et en 2018, mais a commencé à ralentir depuis peu. Le dernier PIB trimestriel du Canada est à peine positif et notre propre indicateur avancé montre des signes évidents de ralentissement (figure 44).

Nous croyons qu'à l'avenir, l'économie canadienne devra relever quatre grands défis

Figure 44 : Le Canada affrontera de forts vents contraires en 2019

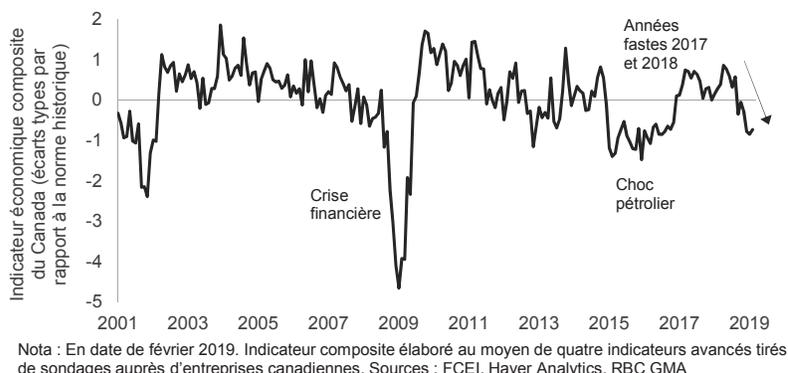
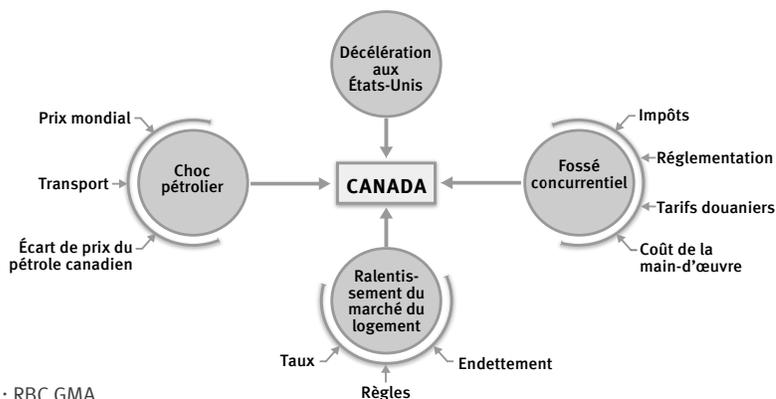


Figure 45 : Défis macroéconomiques du Canada



Source : RBC GMA

macroéconomiques (figure 45) : le ralentissement de la croissance aux États-Unis, l'affaiblissement du marché canadien du logement, le manque de compétitivité par rapport aux États-Unis et des difficultés liées à la production et au transport de pétrole brut au Canada.

Pour les prochaines années, nous prévoyons un ralentissement de la croissance aux États-Unis, qui

représente l'un des indices les plus fiables de la performance de l'économie canadienne.

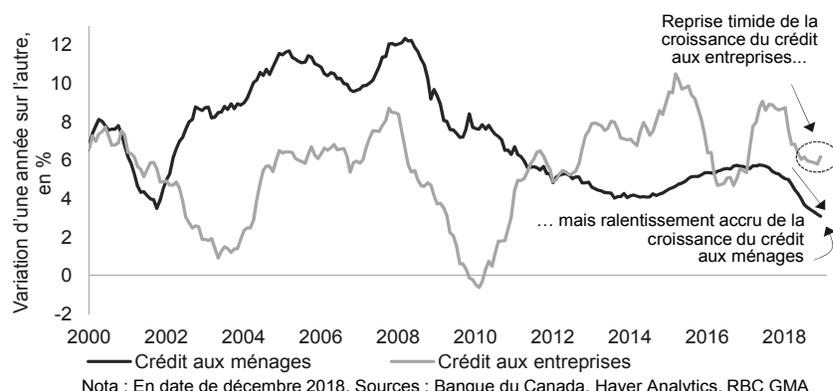
Depuis 15 ans, l'économie canadienne a profité de l'apport léger mais régulier du marché du logement. Or, ce facteur favorable commence à s'estomper. En raison de la hausse des coûts d'emprunt et du durcissement des règles régissant le logement, la croissance du crédit aux

ménages a atteint son rythme le plus lent en plusieurs cycles (figure 46). Les ventes de logements existants ont chuté sur les principaux marchés et, à l'échelle nationale, les prix des logements ont à peine augmenté (figure 47). À Vancouver, marché immobilier le plus effervescent au pays jusqu'à tout récemment, les prix et les reventes continuent de reculer. Nous ne prévoyons pas l'éclatement d'une bulle immobilière à l'échelle nationale ; à la place, nous pourrions voir ce moteur de croissance se transformer en léger frein.

La compétitivité du Canada est une source de préoccupation depuis quelque temps en raison de divers désavantages par rapport aux États-Unis, entre autres sur le plan de l'imposition, du fardeau réglementaire et des lois du travail (figure 48). Ces questions demeurent cruciales, quoique le gouvernement fédéral ait commencé à rectifier le tir en concluant le nouvel AEUMC, en promettant des mesures d'accélération de l'amortissement pour les entreprises et en appuyant récemment un projet d'oléoduc.

Le secteur canadien de l'énergie, le dernier des quatre défis pour le pays, continue de battre de l'aile. Grâce à la remontée des prix mondiaux du pétrole et au rétrécissement bénéfique des écarts de prix du pétrole albertain, la situation n'est pas aussi critique qu'à l'automne dernier, mais elle demeure précaire. Si la production de pétrole devait se poursuivre à un niveau élevé, le

**Figure 46 : La croissance du crédit aux ménages et aux entreprises a ralenti au Canada**

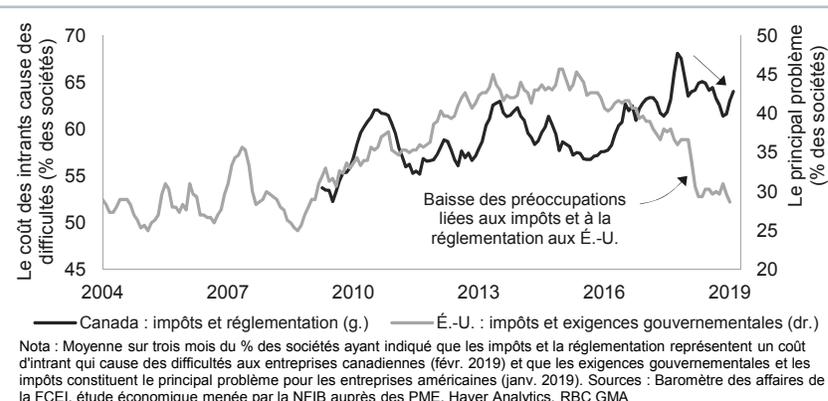


**Figure 47 : Le marché canadien du logement s'est affaibli**

	Canada		Toronto		Vancouver	
	Niveau	Momentum	Niveau	Momentum	Niveau	Momentum
Mises en chantier (n <sup>bre</sup> d'unités)	Élevé	Neutre	Élevé	Neutre	Moyen	Positif
Ventes de logements existants (n <sup>bre</sup> d'unités)	Faible	Négatif	Faible	Neutre	Faible	Négatif
Prix des logements (croissance, en %)	Faible	Négatif	Faible	Neutre	Faible	Négatif

Nota : Au 8 février 2018. Les mises en chantier se rapportent au nombre d'unités commencées ; les ventes de logements existants représentent le nombre d'unités existantes vendues ; les prix des logements sont mesurés selon le taux de croissance de l'Indice des prix des propriétés MLS. Le momentum correspond à la variation sur six mois de la variable utilisée pour le niveau (le momentum des prix des logements prend également en compte l'accélération ou la décélération sur des périodes d'un mois et de trois mois). Sources : Haver Analytics, RBC GMA

**Figure 48 : Le fardeau fiscal et réglementaire s'est allégé au Canada**

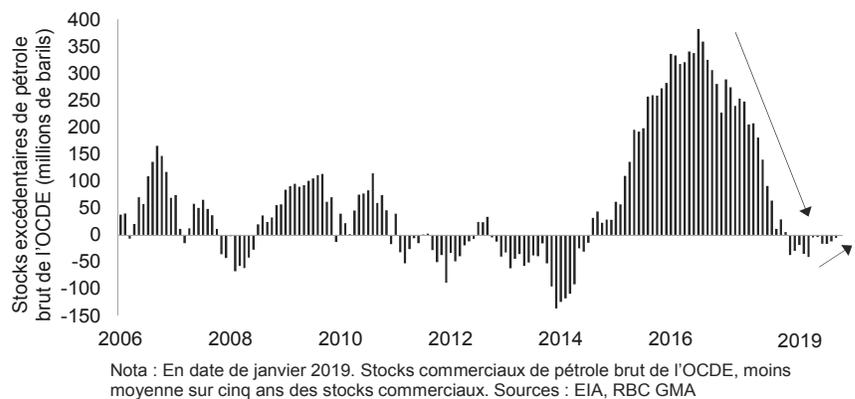


contexte ne sera toujours pas propice à l'expansion tant que la capacité de transport ne sera pas élargie. L'un de ces projets de pipeline semble en voie de se concrétiser, tandis que l'autre (Trans Mountain), désormais entre les mains du gouvernement fédéral, peine à avancer. Compte tenu de ces facteurs, le contexte devrait s'améliorer d'ici un an ou deux. Entre-temps, il demeurera un frein pour la croissance économique. Heureusement, les dégâts devraient être plus limités que lors de la chute des prix du pétrole de 2015-2016, d'une part parce que les prix sont demeurés moins longtemps dans les bas-fonds et d'autre part parce qu'il reste très peu de dépenses d'investissement à annuler.

Nous prévoyons que de façon générale, les prix du pétrole feront du surplace au cours de la prochaine année. Certains facteurs exercent des pressions à la hausse : la croissance mondiale soutenue, la baisse de la production de l'OPEP et le stade avancé du cycle économique, moment où les prix des marchandises ont l'habitude d'augmenter. Aux États-Unis, le secteur du pétrole de schiste est en expansion et un prix situé entre 50 \$ US et 60 \$ US le baril suffirait pour justifier une hausse de sa production, qui ferait augmenter de nouveau les stocks de pétrole et permettrait de limiter le seuil auquel les prix du pétrole peuvent durablement monter (figure 49).

Tout compte fait, nous croyons que l'économie canadienne perdra de la

**Figure 49 : Les stocks de pétrole mondiaux sont revenus à la normale, mais repartent à la hausse**



vitesse pour atteindre une croissance annuelle de 1,5 % en 2019 et en 2020. Ce rythme est plus lent qu'aux États-Unis, mais plus rapide comparativement au Royaume-Uni, à la zone euro et au Japon. L'inflation devrait demeurer autour de 2 % et la Banque du Canada semble satisfaite de demeurer sur la touche en attendant la tournure des événements relativement à ces divers défis. Le dollar canadien pourrait se déprécier légèrement par rapport au dollar américain, mais les deux monnaies pourraient déjà être en voie d'atteindre des creux ou des sommets l'une contre l'autre.

### **Les taux des obligations d'État reculent sur fond de ralentissement de la croissance et d'adoucissement du ton des banques centrales**

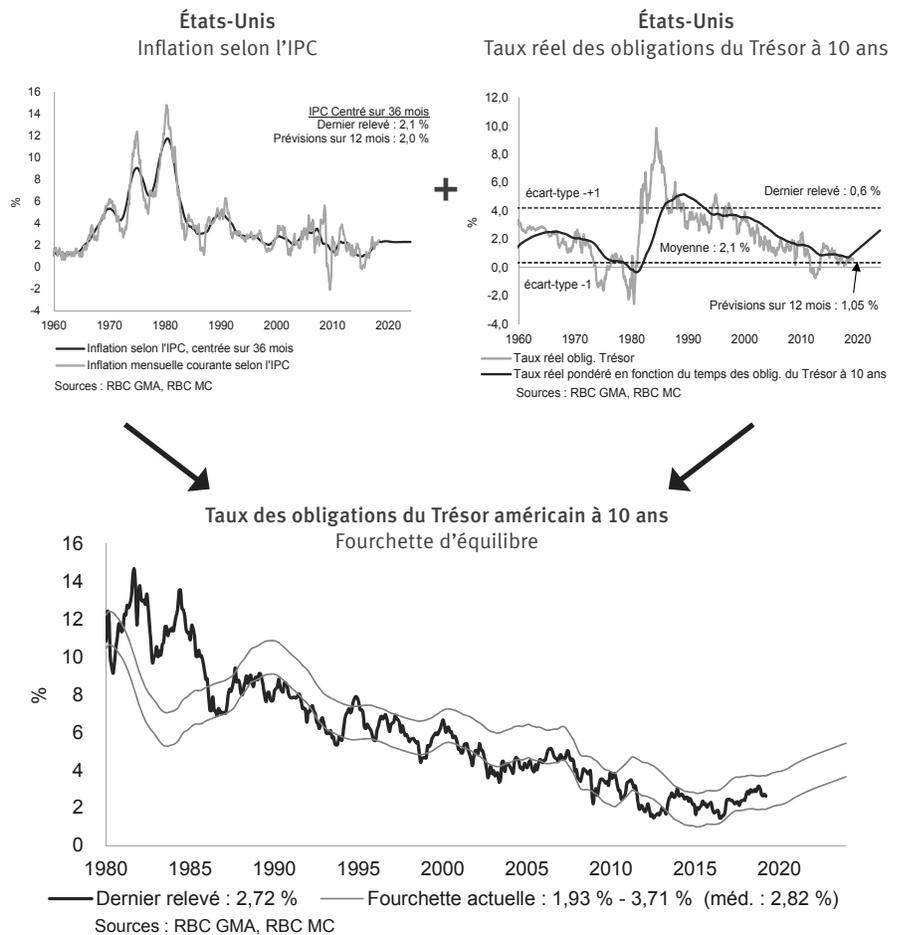
Lors du dernier trimestre, les taux des obligations mondiales d'État se sont repliés dans toutes les grandes régions en réaction à la baisse des

attentes de croissance et à la légère diminution de l'inflation. Toutefois, la raison la plus importante est peut-être le fait que les banques centrales ne sont plus en mode de resserrement actif. Les taux des obligations d'État allemandes et japonaises à dix ans ont atteint des creux inégalés depuis 2016 et, dans le cas des titres japonais, ils sont retombés en territoire négatif. Du côté des États-Unis, le taux des obligations du Trésor à dix ans a reculé de plus de 50 points de base par rapport à son sommet de 2018 et se situe maintenant en dessous du point d'équilibre estimé par nos modèles. Le marché des obligations d'État retrouve une certaine vulnérabilité du fait que ses taux s'établissent actuellement en deçà de notre estimation du point d'équilibre dans les principales régions, particulièrement à l'extérieur de l'Amérique du Nord (page 48).

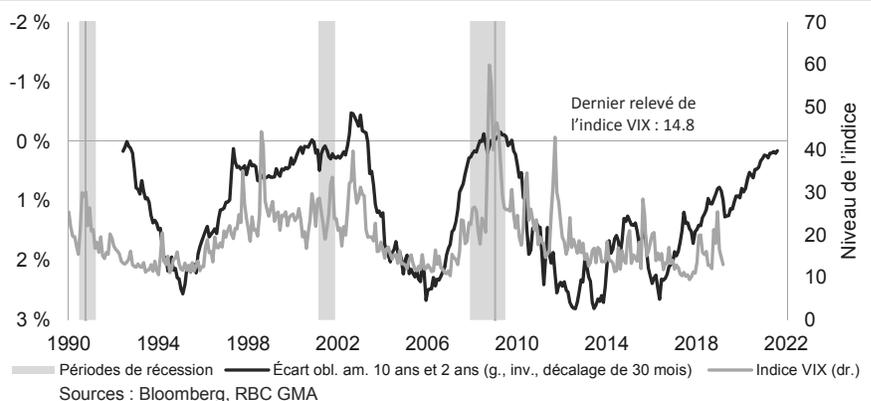
En examinant de près notre modèle pour les obligations américaines à

dix ans, nous constatons que les taux sont légèrement inférieurs au point d'équilibre en raison de la baisse des taux d'intérêt réels. Dans la figure 50, notre modèle est séparé en deux composantes : la prime d'inflation et le taux réel. La prime d'inflation comprise dans le modèle d'obligations a à peine bougé au cours des derniers mois et selon les prévisions, ce volet de l'équation devrait continuer à faire du surplace pendant encore plusieurs années. En revanche, les taux réels ont reculé de plus de 50 points de base depuis octobre et se trouvent légèrement en deçà du point estimé par notre modèle, qui repose sur une moyenne historique pondérée en fonction du temps et qui accorde plus d'importance aux données les plus récentes. Compte tenu de cette méthode d'attentes adaptatives et du fait que les retombées de la crise financière s'estompent, le modèle révèle une orientation graduellement haussière des taux d'intérêt réels. Notre modèle suppose que les taux d'intérêt réels finiront par retrouver leur moyenne sur 40 ans d'ici cinq ans. Cependant, comme nous sommes conscients que le ralentissement de la croissance économique pourrait freiner les hausses à court terme, notre prévision sur un an table sur un léger recul du taux des obligations américaines à dix ans à 2,50 %.

**Figure 50 : Taux des obligations du Trésor américain à 10 ans**  
Estimation de la juste valeur selon la composition



**Figure 51 : Courbe de rendement des titres américains et indice de volatilité VIX**



## La volatilité augmente et restera probablement élevée

Les marchés financiers ont subi d'importantes fluctuations au cours du dernier trimestre et, même si les actifs à risque se sont stabilisés au début de 2019, l'aplatissement de la courbe des taux donne à penser que la volatilité pourrait encore s'accroître. La figure 51 met en rapport l'indice de volatilité CBOE (VIX) et la pente de la courbe des taux aux États-Unis, qui a été inversée et décalée de 30 mois. L'aplatissement de la courbe des taux depuis 2015 laissait supposer que la volatilité augmenterait près de trois ans plus tard. Le VIX a bondi comme prévu à la fin de 2018 et les marchés du crédit ont connu quelques épisodes de tension (figure 52). Le VIX et les écarts de crédit ont reculé durant le récent redressement, mais restent supérieurs aux niveaux observés avant la correction de l'année dernière. Comme nous l'avons mentionné précédemment, l'inversion des courbes des taux précède habituellement une récession d'un an en moyenne et, même si la courbe n'est pas encore inversée, son aplatissement porte à croire que nous approchons de la fin du cycle économique et d'une période de plus grande incertitude économique. Voilà pourquoi les investisseurs devraient se préparer à faire face à davantage de volatilité.

Figure 52 : Indice principal d'obligations à rendement élevé II BofAML  
Écart corrigé en fonction des clauses optionnelles liées aux obligations d'État

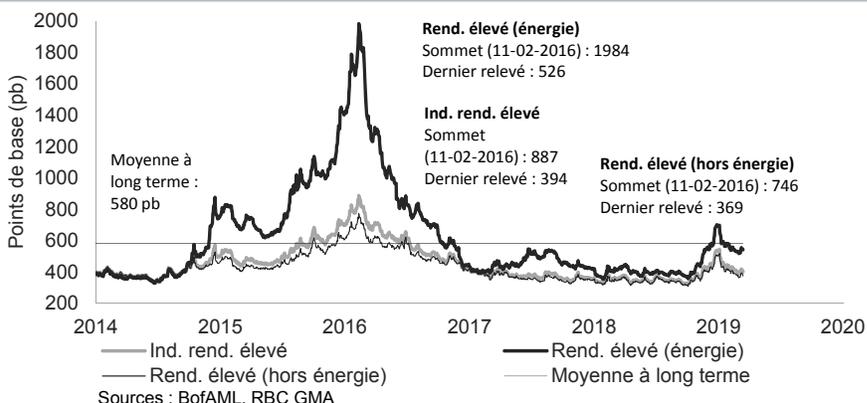
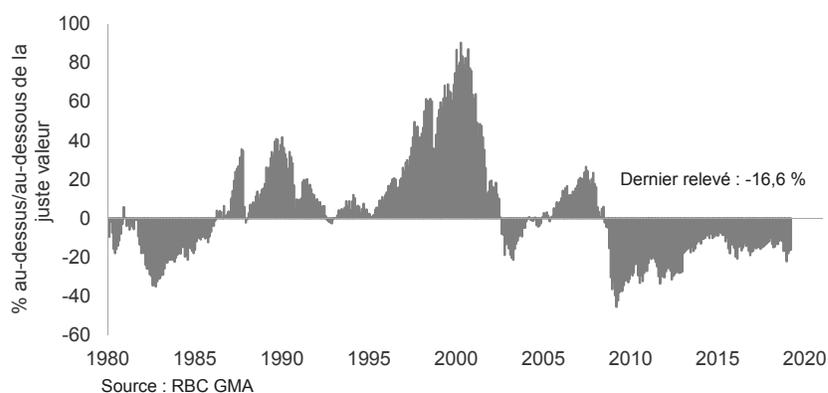


Figure 53 : Indice composite d'actions mondiales  
Indices boursiers par rapport à l'équilibre



## Le repli des actions a augmenté le potentiel de rendement

À la suite de la liquidation généralisée des actions survenue l'an dernier, les valorisations sont tombées à des niveaux très intéressants, ce qui a créé les conditions préalables au redressement subséquent. L'ensemble des principaux indices boursiers que nous suivons ont

chuté en deçà de leur juste valeur estimée par notre modèle en 2018 (page 49). En décembre, notre indicateur composite de valorisations boursières mondiales avait dégingolé à son niveau le plus bas en sept ans (figure 53). Les actions américaines semblaient donc certes intéressantes, mais les marchés non américains avaient subi une dévaluation encore plus importante. L'indice MSCI Marchés émergents

a essuyé les pires pertes dans un contexte de protectionnisme et d'appréciation du dollar américain. Il a cédé 26 % par rapport à son sommet de janvier et atteint un creux en octobre, tandis que les autres marchés continuaient de glisser. Les actions américaines, qui ont résisté durant la majeure partie de l'année, ont aussi été visées par la liquidation au quatrième trimestre, plongeant de 15 % en décembre.

Le ralentissement de l'économie suscite encore de nombreuses craintes, mais l'évolution positive du différend commercial entre les États-Unis et la Chine ainsi que l'adoucissement de ton des banques centrales ont renversé la tendance des marchés au début de 2019. Par exemple, l'indice S&P 500 a gagné 20 % par rapport à son creux de décembre et a terminé le trimestre en légère hausse. En fait, durant la période de trois mois terminée le 28 février 2019, la plupart des principaux marchés ont quelque peu progressé grâce au solide rebond qui a suivi la liquidation massive.

Par le passé, les actions ont généré des rendements plus élevés et constants après avoir atteint des valorisations anémiques. La figure 54 présente une version normalisée de notre modèle de juste valeur du S&P 500. La juste valeur est représentée par la ligne pointillée qui traverse le centre du graphique, alors que les lignes continues indiquent la fourchette de plus ou moins un écart-type. Nous avons

Figure 54 : S&P 500 – Fourchettes de juste valeur normalisées

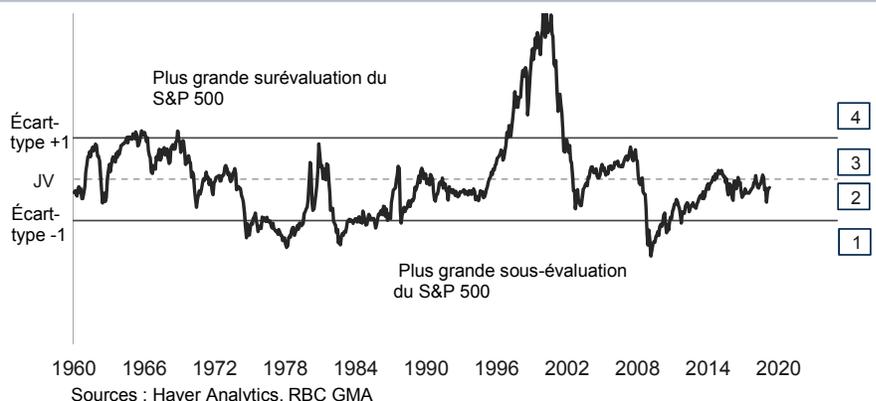
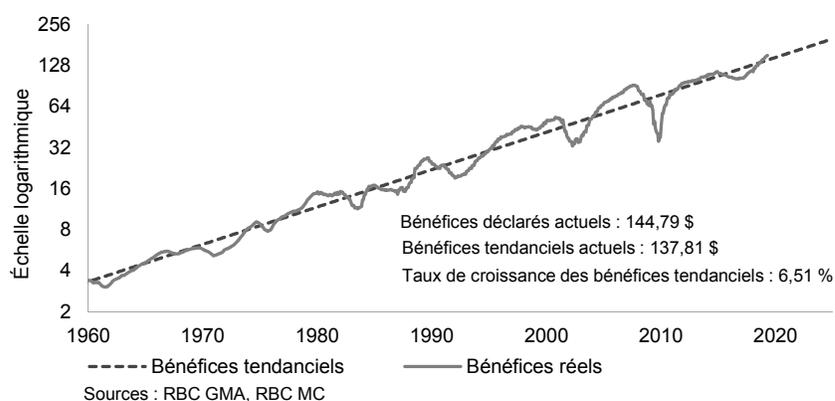


Figure 55 : Indice S&P 500 Perspectives de rendement par zone de valorisation

Valorisation	Ensemble de données	Rend. moy. 1 an	Taux de réussite <sup>^</sup>	Rend. moy. 1 an gains*	Perte max.	Rend. écart-type 1 an
(surévaluation maximale du S&P 500) Écart-type supérieur à 1	4	(0,3 %)	50,7 %	14,7 %	(27,5 %)	16,9 %
Niveau d'équilibre	3	3,5 %	62,3 %	13,0 %	(41,4 %)	15,6 %
Écart-type inférieur à 1	2	12,1 %	83,9 %	16,0 %	(44,8 %)	13,5 %
(sous-évaluation maximale du S&P 500)	1	14,7 %	80,2 %	19,9 %	(12,8 %)	16,3 %

\* Gains = périodes de rendements supérieurs à 0 %. ^ Taux de réussite = Incidence des rendements gagnants au cours d'une période donnée. Source : RBC GMA

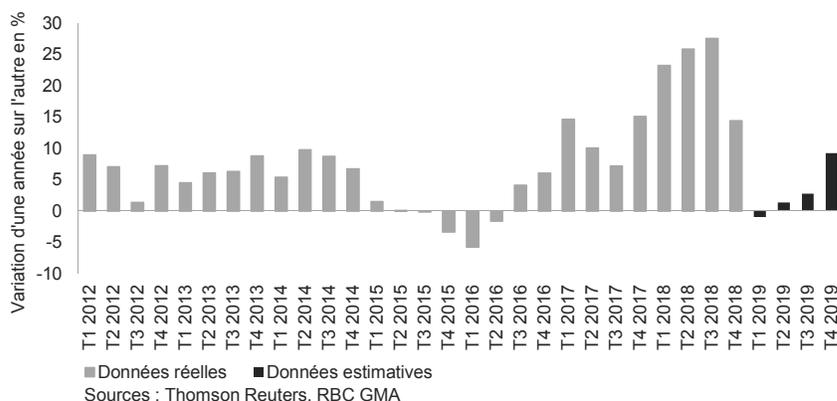
Figure 56 : S&P 500 – Comparaison des bénéfices



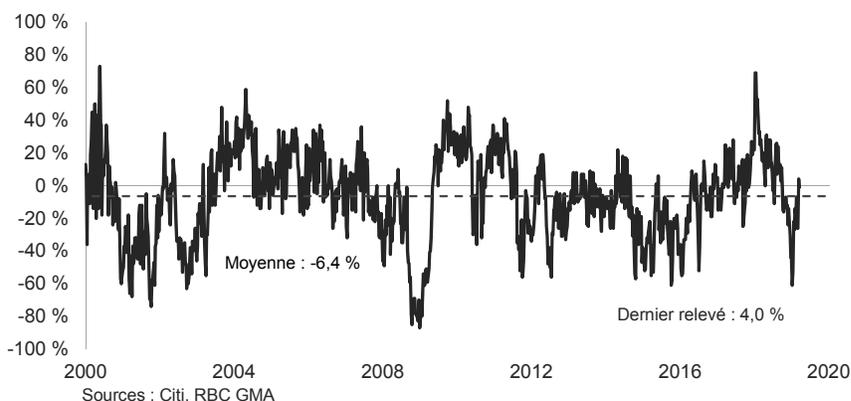
divisé le graphique en quatre cases et calculé les statistiques sur le rendement en fonction de la case de départ du S&P 500. La correction de l'année dernière a fait passer le S&P 500 dans la case 2, soit entre la juste valeur et un écart-type au-dessous de celle-ci, à partir de la case 3, délimitée par la juste valeur et un écart-type au-dessus du point d'équilibre. Au départ de la case 2, les actions ont produit le deuxième rendement annuel en importance (12,1%), connu la plus forte fréquence de rendements positifs (83,9 %) et affiché le plus faible écart-type (13,9 %) (figure 55). Fait intéressant, le S&P 500 a passé la majeure partie du marché haussier de la dernière décennie dans la case 2, ce qui est conforme au solide rendement enregistré par les actions. À plusieurs occasions, le S&P 500 a fait de brèves incursions dans la case 3, les plus récentes ayant eu lieu à l'été 2018, mais à la suite de la dernière correction, il est retourné dans la case historiquement associée à des rendements intéressants.

Les valorisations peuvent constituer une bonne source de rendement à partir de faibles niveaux, mais quand les cours des actions progressent, elles dépendent de plus en plus des bénéfices pour soutenir un redressement. En 2019, les bénéfices des sociétés devraient croître plus lentement après avoir gagné plus de 20 % l'an dernier. En 2018, les bénéfices ont profité de la vigueur de l'économie et des

**Figure 57 : Bénéfice par action des sociétés du S&P 500 – Variation en % des bénéfices trimestriels par rapport au même trimestre de l'année précédente**



**Figure 58 : Actions américaines**  
Pourcentage de sociétés dont les bénéfices ont été revus à la hausse



réductions de l'impôt des sociétés, dont l'effet combiné a propulsé les profits au-delà de leur tendance à long terme (figure 56). Les perspectives de bénéfices pour 2019 sont toutefois moins réjouissantes, compte tenu du ralentissement de la croissance économique, de l'absence d'une nouvelle série de réductions d'impôt et des répercussions négatives de la hausse des coûts sur les marges bénéficiaires. Les analystes prévoient une contraction

des bénéfices au premier trimestre, mais le recul devrait être bref ; ils s'attendent en général à une forte remontée vers la fin de l'année (figure 57). À la suite d'importantes révisions à la baisse l'an dernier, certains signes laissent entrevoir une stabilisation des attentes de bénéfices, comme en témoigne l'indice de révision des bénéfices sur actions américaines Citigroup (figure 58).

## L'analyse des scénarios dénote un potentiel de hausse raisonnable des actions

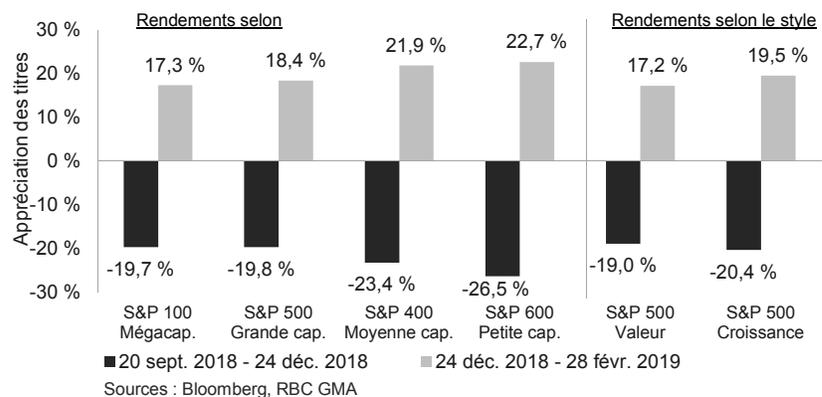
Tant que les bénéfices correspondent aux prévisions des analystes, les actions peuvent encore produire des rendements acceptables à partir des niveaux actuels. La figure 59 présente pour le S&P 500 divers scénarios qui reposent sur une combinaison des niveaux de bénéfices et des ratios cours/bénéfice (C/B). Notre modèle multifactoriel indique que 18,9 est un ratio C/B approprié, ou équilibré, selon les données actuelles et prévues en matière de taux d'intérêt, d'inflation et de rentabilité des sociétés. Si l'indice S&P 500 se négocie au ratio C/B d'équilibre et produit un bénéfice de 167 \$ par action en 2019, comme le montrent les estimations ascendantes générales, il atteindra 3 155 points d'ici la fin de l'année. Une telle augmentation représenterait un rendement total d'environ 15 % à partir de la fin de la période, le 28 février 2019. En utilisant le même calcul, le S&P 500 s'établirait à 3 508 points avant la fin de 2020, soit une hausse de 26 % par rapport à aujourd'hui ! Nous sommes conscients que les bénéfices des sociétés seront mis à rude épreuve cette année, mais si leurs perspectives se stabilisent dans un contexte de croissance économique stable, d'inflation maîtrisée et de politiques monétaires accommodantes, les actions auront

Figure 59 : Bénéfices estimatifs et scénarios de remplacement pour les valorisations et les résultats de l'indice S&P 500

		Consensus			
		2019 Descendant	2019 Ascendant	2020 Descendant	2020 Ascendant
	C/B	171,8 \$	167,0 \$	188,1 \$	185,7 \$
Écart-type +1	23,2	3978,9	3867,0	4356,4	4300,4
Écart-type +0,5	21,0	3612,4	3510,8	3955,1	3904,2
Niveau d'équilibre	18,9	3245,9	3154,6	3553,8	3508,1
Écart-type -0,5	16,8	2879,4	2798,4	3152,6	3112,0
Écart-type -1	14,6	2512,8	2442,2	2751,3	2715,9

Source : RBC GMA

Figure 60 : Indices boursiers des États-Unis – Appréciation des titres lors de la correction de la fin de 2018 et de la remontée subséquente



encore amplement de latitude pour progresser.

### Les actions à petite capitalisation et les secteurs sensibles à la conjoncture mènent le bal en 2019

Les actions se portent bien depuis le creux atteint en décembre, et l'évolution sous-jacente des styles et des secteurs laisse croire que l'embellie peut se poursuivre. Les actions américaines à petite et à

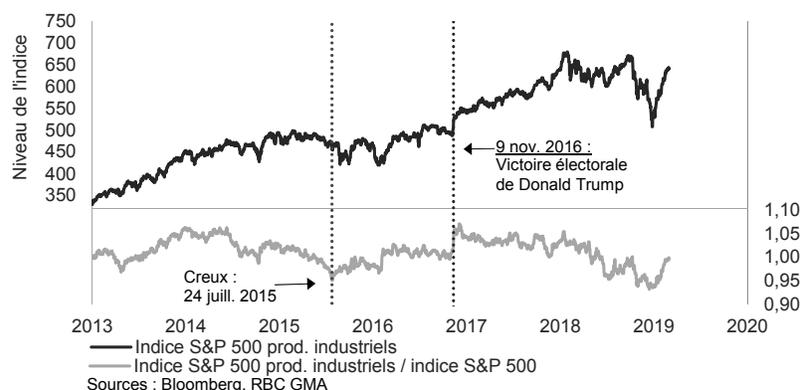
moyenne capitalisation surpassent la moyenne depuis leur creux du 24 décembre, leur avance étant presque de la même ampleur que le retard accusé après leur sommet du 20 septembre (figure 60). Les actions à petite capitalisation étant généralement plus sensibles aux fluctuations de la croissance de l'économie, leur rendement supérieur est un bon signe. Selon le même graphique, le rendement des titres de valeur par rapport aux

titres de croissance n'est pas aussi intéressant, mais, comme les titres de valeur ont été surclassés par les titres de croissance durant plusieurs années, le fait qu'ils s'en tirent bien actuellement est encourageant. Sur le plan sectoriel, nous constatons que les segments du marché sensibles à la conjoncture économique prennent la tête. Depuis décembre, les produits industriels inscrivent des rendements supérieurs à la moyenne, tandis que les secteurs défensifs, comme la consommation de base, tirent de l'arrière (figures 61 et 62). La poursuite de ces tendances indiquerait que les investisseurs s'attendent à une reprise de la croissance de l'économie.

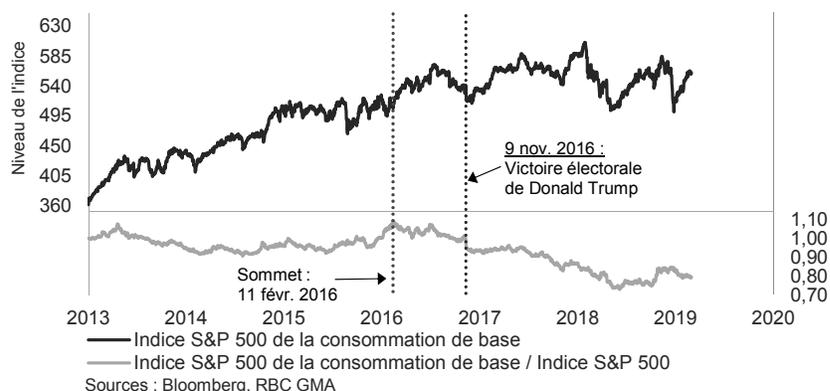
**Composition de l'actif –  
Maintien d'une légère  
surpondération des  
actions alors que l'économie  
progressé à un rythme  
plus lent**

Après une période de croissance rapide en 2017 et en 2018, l'économie mondiale ralentit sous l'effet du protectionnisme, de l'atténuation des effets des mesures budgétaires et du resserrement des conditions financières. La décélération attendue est cependant très faible et dans notre scénario de base, nous prévoyons que l'expansion économique se poursuivra dans toutes les régions importantes. Les risques les plus importants en ce qui a trait à la géopolitique et aux politiques des

**Figure 61 : Indice S&P 500 des produits industriels**  
Niveau de l'indice et vigueur relative



**Figure 62 : Indice S&P 500 de la consommation de base**  
Niveau de l'indice et vigueur relative



banques centrales évoluent sans cesse ; les plus menaçants (c.-à-d. le différend commercial entre les États-Unis et la Chine, et le relèvement des taux d'intérêt) semblent avoir diminué depuis le début de l'année. Nous nous attendons à un léger ralentissement de la croissance économique en 2019, puis en 2020, à des rythmes qui demeurent plutôt bons par rapport aux normes d'après-crise. Cela dit, comme nous estimons

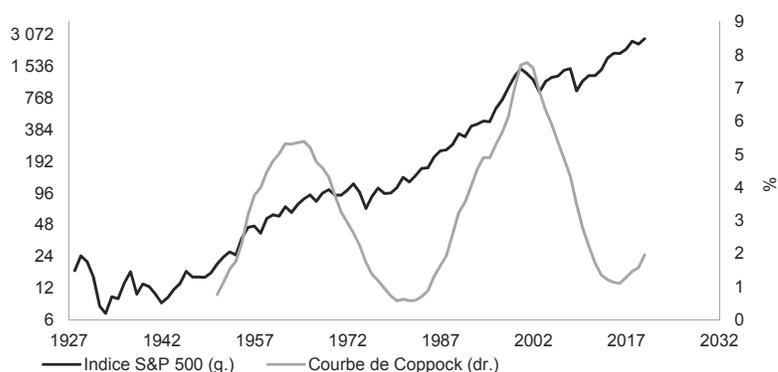
que le cycle économique est avancé, les risques de baisse demeurent plus importants que par le passé.

Dans ce contexte, les banques centrales ne relèveront probablement pas leurs taux d'intérêt et les taux obligataires sont peu susceptibles d'augmenter à court terme. Nous avons abaissé nos prévisions de taux des obligations d'État pour l'année en cours, ce qui laisse supposer que les investisseurs

en obligations ont de meilleures chances de conserver leur coupon, étant donné que la hausse des taux d'intérêt ne constituera plus un obstacle aussi grand. En cas de repli de l'économie, les obligations peuvent protéger les portefeuilles équilibrés. Par conséquent, nous sous-pondérons les titres à revenu fixe dans une moindre mesure qu'à des étapes antérieures du cycle. Toutefois, nous continuons de croire que les taux sont anormalement bas et, tandis que les taux d'intérêt réels reviendront à leur normale à long terme, la hausse des taux sera défavorable aux investisseurs en obligations. Les obligations d'État continueront probablement de produire des rendements peu élevés pendant encore longtemps ; c'est pourquoi nous maintenons leur sous-pondération.

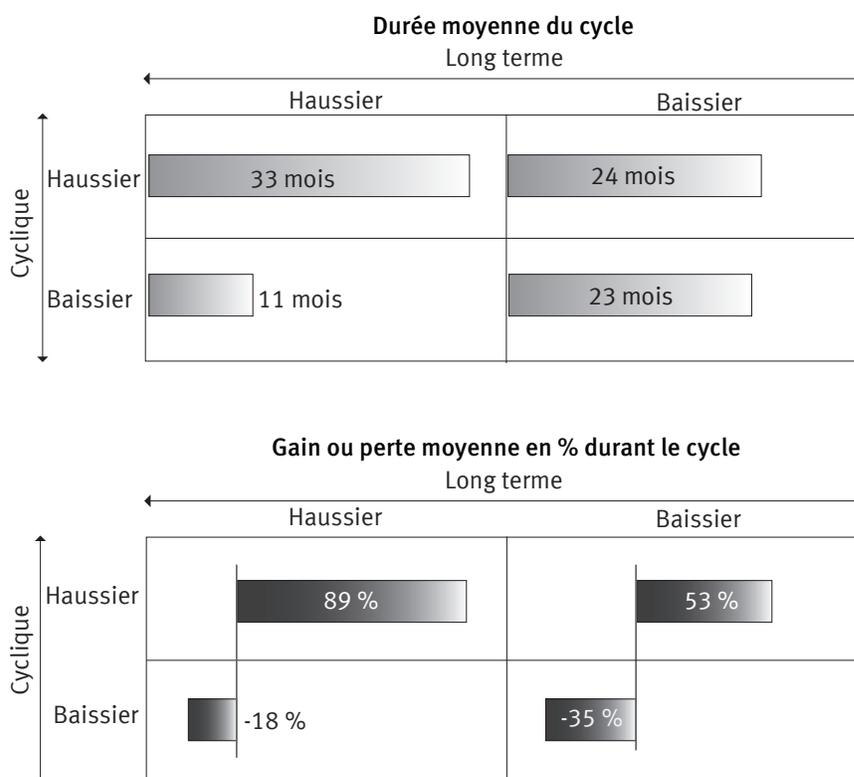
Le dynamisme à long terme des cours aide à mettre en perspective le marché haussier actuel des actions. À la suite de près d'une décennie de rendements décevants découlant de la débâcle technologique et de la crise financière mondiale, les actions semblent être entrées dans un nouveau supercycle haussier à la fin de 2016, comme en témoigne notre indicateur de dynamisme à long terme des cours (figure 63). Ces périodes de longue durée peuvent s'échelonner sur des décennies et avoir d'importantes répercussions sur les fluctuations à moyen terme. En général, les reprises lors de longues périodes haussières ont beaucoup plus d'ampleur et durent

**Figure 63 : Indice S&P 500**  
Dynamisme des cours à long terme



Nota : La courbe de Cointegration se fonde sur des données annuelles. Sources : Bloomberg, RBC MC, RBC GMA

**Figure 64 : Statistiques sur les cycles du marché boursier américain**



Source : RBC GMA

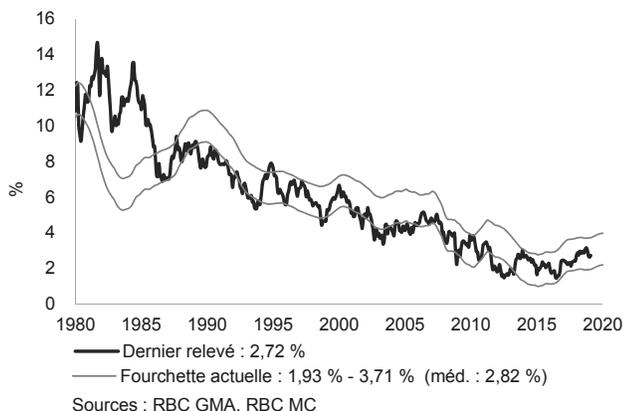
plus longtemps que lors de longues périodes baissières (figure 64). Par ailleurs, les corrections marquant un supercycle haussier ont tendance à durer moins longtemps et à être moins importantes comparativement aux reculs typiques de supercycles baissiers. La correction moyenne dans un marché haussier prolongé est de 18 % et s'échelonne sur 11 mois, ce qui correspond aux reculs observés sur la plupart des principaux marchés en 2018. En fonction de cette analyse et de l'hypothèse selon laquelle les actions se trouvent réellement dans une période haussière de longue durée, il est possible qu'une correction/consolidation « normale » ait eu lieu à la fin de l'année dernière, ouvrant ainsi la voie à une autre série de gains des marchés.

Compte tenu des occasions et des risques potentiels que présentent les marchés financiers, nous jugeons bon de maintenir une légère surpondération des actions. Notre scénario de base prévoit une croissance économique en perte de vitesse, mais encore raisonnable. Dans cette conjoncture, les sociétés devraient réussir à faire croître leurs bénéfices de façon modérée. Les actions nord-américaines enregistreraient alors des hausses de 5 à 10 %, alors que les actions des marchés internationaux et émergents inscraient des rendements d'un peu plus de 10 %. Nous avons mentionné le trimestre dernier que les investisseurs devraient être plus prudents à l'égard des actions en l'absence de signes témoignant d'un élargissement

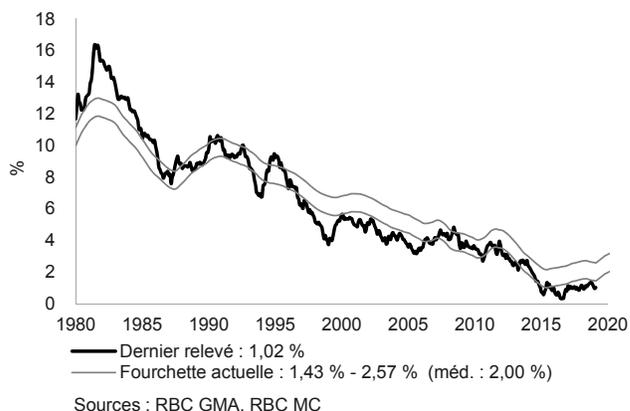
de l'ampleur du marché, d'achats spontanés par les investisseurs ou d'un regain de vigueur relative des actions de sociétés à petite et à moyenne capitalisation. Or, la reprise qui a commencé à la fin de 2018 s'accompagne de tous ces signes, ce qui renforce notre avis favorable aux actions. Par conséquent, nous maintenons la modeste surpondération des actions. Pour un portefeuille mondial équilibré, nous recommandons actuellement la répartition de l'actif suivante : 58 % en actions (position neutre stratégique : 55 %), 41 % en titres à revenu fixe (position neutre stratégique : 43 %), et le reste en liquidités.

## MARCHÉS MONDIAUX DES TITRES À REVENU FIXE

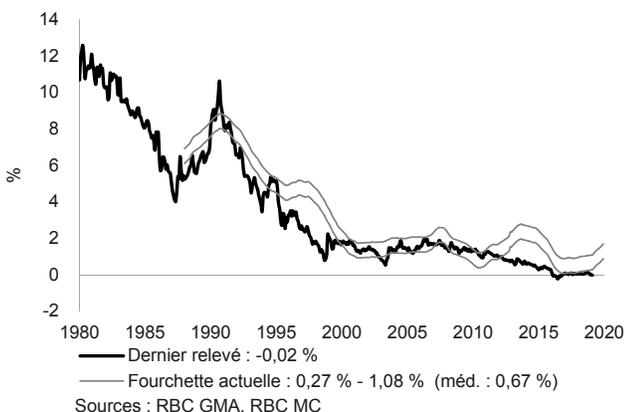
Taux des obligations du Trésor américain à 10 ans  
Fourchette d'équilibre



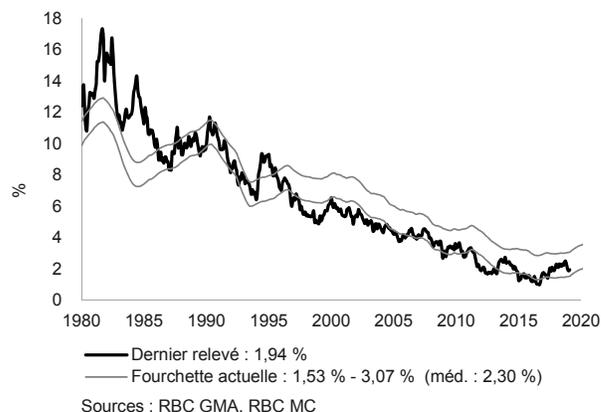
Zone euro : taux de l'obligation à 10 ans  
Fourchette d'équilibre



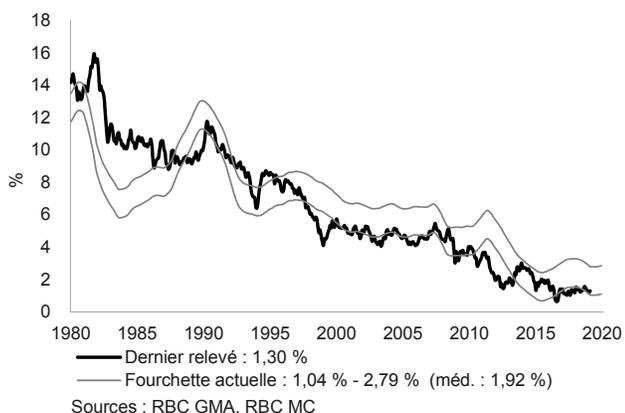
Japon : taux de l'obligation à 10 ans  
Fourchette d'équilibre



Canada : taux de l'obligation à 10 ans  
Fourchette d'équilibre



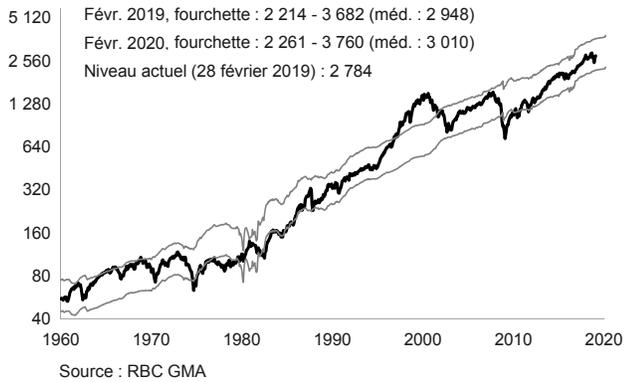
Royaume-Uni : taux de l'obligation à 10 ans  
Fourchette d'équilibre



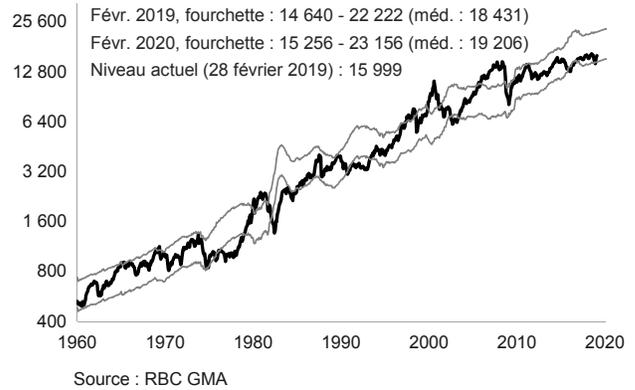
« Le marché des obligations d'État retrouve une certaine vulnérabilité du fait que ses taux s'établissent actuellement en deçà de notre estimation du point d'équilibre dans les principales régions, particulièrement à l'extérieur de l'Amérique du Nord. »

## MARCHÉ MONDIAL DES ACTIONS

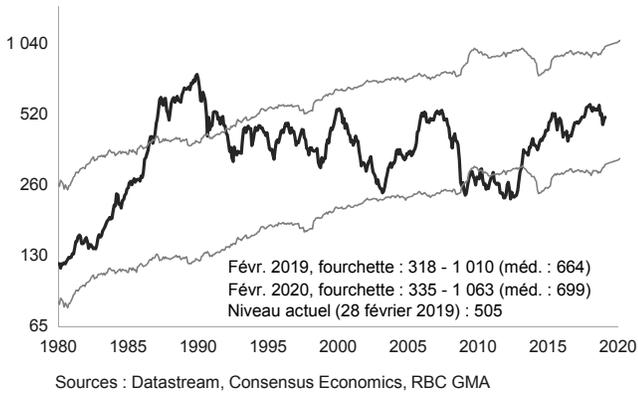
**S&P 500 : niveau d'équilibre**  
Valorisations et bénéfices normalisés



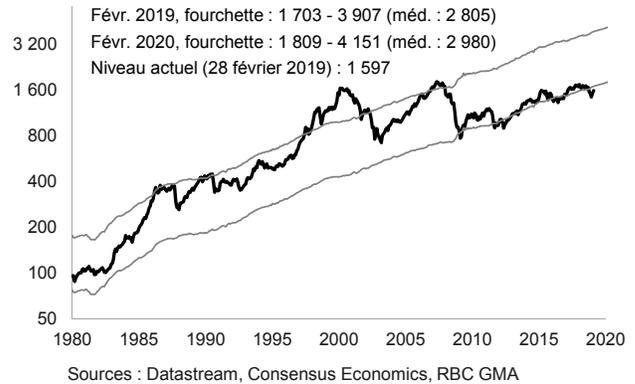
**Indice composé S&P/TSX : niveau d'équilibre**  
Valorisations et bénéfices normalisés



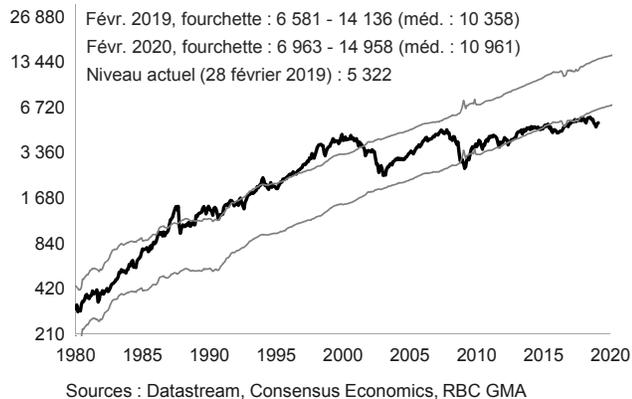
**Japon : indice Datastream**  
Valorisations et bénéfices normalisés



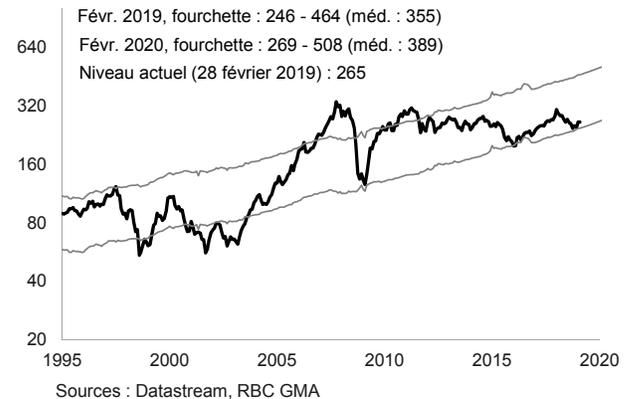
**Zone euro : indice Datastream**  
Valorisations et bénéfices normalisés



**Royaume-Uni : indice Datastream**  
Valorisations et bénéfices normalisés



**Marchés émergents : indice Datastream**  
Valorisations et bénéfices normalisés



# MARCHÉS MONDIAUX DES TITRES À REVENU FIXE

## Perspectives du marché obligataire

**Soo Boo Cheah, MBA, CFA**

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

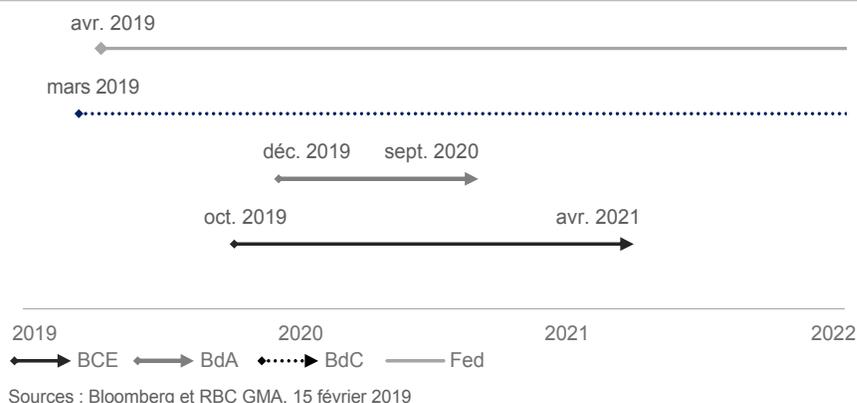
**Taylor Self, MBA**

Premier analyste  
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

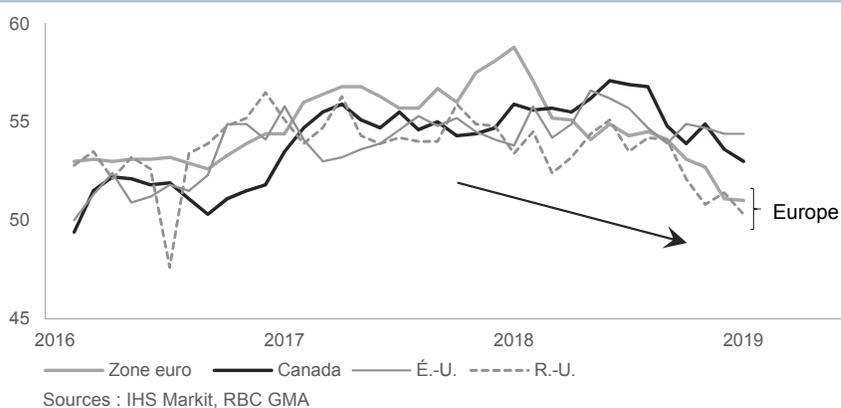
Les marchés financiers ont connu à la fois une fin d'année 2018 tumultueuse et un début d'année 2019 incertain, alors que le ralentissement de la croissance économique et les discordes politiques aux États-Unis et en Europe ont créé un contexte défavorable aux actifs à risque. Les actions et les obligations de sociétés ont brusquement baissé, alors que les obligations d'État se raffermisaient, remplissant ainsi leur rôle de diversification des rendements dans un portefeuille de placement équilibré. Alors que les actions et les titres de créance de sociétés ont presque entièrement récupéré leurs pertes depuis le début de l'année, les obligations d'État ont conservé la plupart des gains réalisés lorsque les actifs à risque se sont dépréciés.

La vigueur des cours des obligations d'État s'explique entre autres par l'adoucissement du ton des banques centrales cette année ; nous nous attendons à ce que ces dernières restent prudentes, étant donné que les inquiétudes relatives au ralentissement de la croissance persistent et que l'inflation demeure modérée. Nous pensons donc que la

**Figure 1 : Les banques centrales ont beaucoup adouci le ton – Attentes du marché à l'égard de la prochaine hausse de taux après le 1<sup>er</sup> janvier 2019**



**Figure 2 : L'économie a nettement ralenti depuis 2018**  
Indices des directeurs d'achats du secteur manufacturier



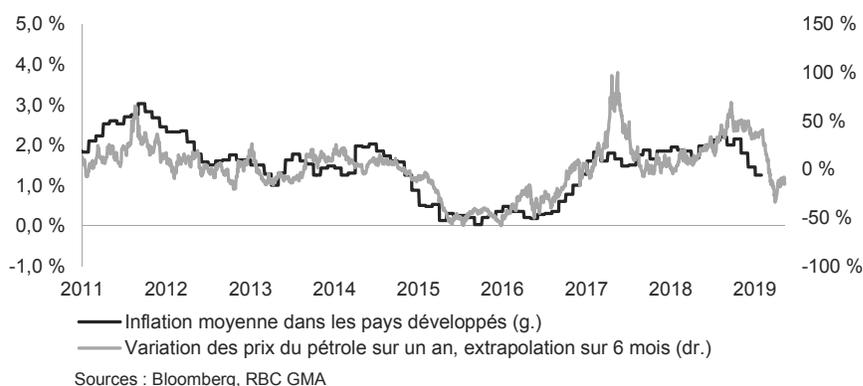
Réserve fédérale américaine (Fed) a pour le moment mis un coup d'arrêt à la série de relèvement des taux des fonds fédéraux entreprise depuis décembre 2015 et que les autres banques centrales renonceront à mettre en œuvre tout plan visant à resserrer leur politique monétaire dans un avenir prévisible. Nous avons par conséquent revu à la baisse nos prévisions concernant les taux des obligations à long terme.

Dans le dernier numéro de *Regard sur les placements mondiaux*, nous prévoyions que la Banque d'Angleterre (BdA), la Banque centrale européenne (BCE), la Fed et la Banque du Canada (BdC) resserreraient toutes leur politique à un moment ou à un autre cette année. Il semble à présent qu'il ne faille pas s'attendre à voir de hausse de taux avant la fin de 2020 dans le cas de la BCE, et 2021 dans le cas de la BdA (figure 1). Aucune

augmentation des taux n'est prévue non plus du côté de la BdC ou de la Fed cette année.

Si elle a enregistré une croissance impressionnante en 2018, l'économie mondiale a sensiblement ralenti (figure 2), notamment en Europe. Les banques centrales seront dès lors probablement disposées à marquer une pause pour observer la façon dont l'économie mondiale traverse ces difficultés passagères. Outre ce fléchissement de l'activité économique, l'inflation s'est modérée. La chute des cours du pétrole depuis l'an dernier a allégé les pressions inflationnistes, qui devraient continuer de s'atténuer au cours du premier semestre de 2019 (figure 3). Comme la majeure partie des analystes, nous pensons que les dirigeants des banques centrales resteront pour la plupart en attente dans un avenir prévisible, pour autant qu'aucune hausse importante et durable de l'inflation ne se produise.

**Figure 3 : Inflation dans les pays développés et prix du pétrole**  
Inflation et prix du pétrole dans le G4



# MARCHÉS MONDIAUX DES TITRES À REVENU FIXE

## Orientation des taux

### Soo Boo Cheah, MBA, CFA

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

### Suzanne Gaynor

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

**États-Unis** – Nous nous attendons à ce que la Réserve fédérale américaine (Fed) laisse les taux d'intérêt inchangés en 2019, contrairement à nos prévisions précédentes de deux hausses d'ici la fin de l'année. Nous avons déjà prédit que le rythme de resserrement de la politique de la Fed ralentirait en 2019, celle-ci ayant donné une orientation plus neutre à sa politique. Depuis la crise financière, la Fed est la seule grande banque centrale à avoir relevé ses taux au-dessus de niveaux typiques d'un état d'urgence. Après huit hausses de taux, le taux directeur actuel est proche de ce que la plupart considèrent comme le point neutre.

Les changements de taux d'intérêt étant suspendus, les investisseurs prêteront davantage attention au bilan de la Fed, qui a fondu de quelque 10 % depuis son sommet de 4 500 milliards de dollars US en 2017. Même si la banque centrale fait tout son possible pour dissocier la politique touchant son bilan de sa politique de taux d'intérêt, les investisseurs s'inquiètent de plus en plus de l'incidence négative que pourrait avoir une nouvelle réduction du bilan de la Fed sur les cours des actifs. Nous estimons donc que

### Prévisions sur 12 mois des taux d'intérêt Calcul du rendement total : 27 février 2019 – 26 février 2020

É.-U.						
	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans	Rendement (local)
Base	2,50 %	2,45 %	2,45 %	2,50 %	2,60 %	4,13 %
Var. p. rap. au trim. préc.	(0,50 %)	(0,55 %)	(0,55 %)	(0,50 %)	(0,50 %)	
Élevé	3,00 %	3,30 %	3,40 %	3,50 %	3,50 %	(1,11 %)
Faible	2,00 %	1,90 %	1,75 %	1,75 %	2,00 %	8,27 %
Rend. total prévu couvert en \$ US : 4,02 %						

ALLEMAGNE						
	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans	Rendement (local)
Base	(0,40 %)	(0,40 %)	(0,10 %)	0,25 %	0,75 %	(0,11 %)
Var. p. rap. au trim. préc.	(0,20 %)	(0,40 %)	(0,60 %)	(0,50 %)	(0,45 %)	
Élevé	(0,20 %)	0,00 %	0,50 %	0,75 %	1,15 %	(4,75 %)
Faible	(0,40 %)	(0,40 %)	(0,30 %)	0,00 %	0,50 %	2,48 %
Rend. total prévu couvert en \$ US : (0,31 %)						

JAPON						
	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans	Rendement (local)
Base	(0,10 %)	(0,05 %)	(0,05 %)	0,10 %	0,70 %	(0,78 %)
Var. p. rap. au trim. préc.	0,00 %	0,00 %	(0,05 %)	(0,05 %)	(0,25 %)	
Élevé	0,00 %	0,10 %	0,10 %	0,20 %	0,90 %	(3,55 %)
Faible	(0,10 %)	(0,10 %)	(0,10 %)	(0,10 %)	0,55 %	1,50 %
Rend. total prévu couvert en \$ US : (0,83 %)						

CANADA						
	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans	Rendement (local)
Base	1,75 %	1,80 %	1,90 %	2,00 %	2,20 %	1,16 %
Var. p. rap. au trim. préc.	(0,50 %)	(0,50 %)	(0,40 %)	(0,40 %)	(0,20 %)	
Élevé	2,25 %	2,50 %	2,60 %	2,90 %	2,90 %	(5,22 %)
Faible	1,50 %	1,40 %	1,40 %	1,35 %	1,60 %	7,00 %
Rend. total prévu couvert en \$ US : 1,10 %						

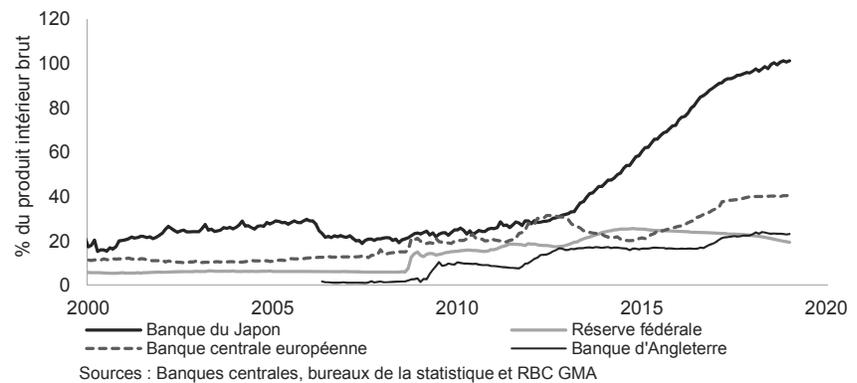
R.-U.						
	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans	Rendement (local)
Base	0,50 %	0,60 %	0,75 %	1,00 %	1,70 %	2,97 %
Var. p. rap. au trim. préc.	(0,50 %)	(0,65 %)	(0,85 %)	(0,75 %)	(0,30 %)	
Élevé	0,75 %	1,00 %	1,20 %	1,40 %	1,90 %	(0,45 %)
Faible	0,00 %	0,05 %	0,15 %	0,50 %	1,30 %	9,59 %
Rend. total prévu couvert en \$ US : 3,29 %						

Source : RBC GMA

celle-ci mettra fin au processus de diminution de son bilan plus tôt que prévu, probablement dans le courant de l'année. Un autre argument en faveur d'un bilan élevé réside dans le fait que le cadre actuel de maîtrise des taux d'intérêt à un jour exige, pour être efficace, que le système bancaire dispose d'importantes réserves excédentaires. Par conséquent, en maintenant un bilan plus important que prévu, la banque centrale éliminerait un des facteurs à long terme exerçant une pression à la hausse sur les taux des obligations américaines. Comme la Fed maintient les taux à leurs niveaux actuels, nous nous attendons à voir les obligations du Trésor à 10 ans fluctuer autour de 2,50 % au cours de la période de prévision. Ce taux est inférieur à notre prévision précédente de 3,00 %.

**Allemagne** – Le départ prochain de Mario Draghi, dont le mandat à la présidence de la BCE expirera à la fin d'octobre, plonge la zone euro dans une période d'incertitude. Nous pensons toutefois que son départ n'aura pas de grandes répercussions sur l'orientation de la politique de la BCE, qui a fini par accepter l'idée qu'elle avait pour responsabilité d'assurer la continuité de l'euro et de renforcer l'intégration des politiques européennes après la crise de la dette des États de 2011-2012 en Europe. Les dirigeants de la BCE s'accordent aujourd'hui presque unanimement à dire que les mesures de politique monétaire non traditionnelles deviendront

**Figure 1 : La Banque du Japon se démarque**  
Bilan des banques centrales en pourcentage du PIB



probablement une caractéristique permanente des politiques monétaires.

À court terme, en raison du ralentissement de l'activité économique et de la baisse des cours du pétrole, il est plus difficile pour la BCE de faire remonter l'inflation vers la cible de 2 % qu'elle a fixée. Le taux directeur est toujours proche de niveaux propres à une situation d'urgence, et nous ne nous attendons à aucun changement dans les 12 prochains mois.

Indépendamment de ses interventions touchant le taux directeur, la BCE poursuivra sa politique de soutien des banques européennes, notamment en Italie, par l'intermédiaire d'un programme d'opérations de refinancement à long terme (LTRO) destiné à générer des liquidités pour favoriser les prêts aux entreprises. La prolongation de ce programme, qui devait prendre fin cette année, soutiendra les prix des obligations d'État, notamment celles

de l'Italie, de l'Espagne et du Portugal.

Parallèlement à la révision à la baisse des prévisions de hausse des taux par la BCE, les taux des obligations d'État allemandes ont chuté. Le taux du titre de référence allemand à dix ans s'établissait récemment juste au-dessus de 0 %, mais les taux pourraient peiner à augmenter notablement tant que les investisseurs compteront sur la BCE pour assurer la santé financière à long terme de la zone euro. Nous estimons que le taux de l'obligation d'État allemande à dix ans s'établira à 0,25 % dans 12 mois, ce qui représente une forte baisse par rapport à notre prévision précédente de 0,75 %.

**Japon** – Après environ cinq ans de stimulation monétaire constante, l'inflation reste invariablement sous la cible de 2 % de la Banque du Japon (BdJ). Entre-temps, la banque centrale japonaise a acheté plus de la moitié des obligations

d'État japonaises en circulation, ce qui signifie que ses avoirs sont de loin supérieurs à ceux des autres banques centrales, en proportion de la taille des économies en question (figure 1). Il sera tôt ou tard crucial de se demander si, et comment, la BdJ pourra un jour réduire son bilan. Pour l'instant, nous pensons que la banque centrale restera fidèle à sa politique monétaire extraordinairement accommodante, qui consiste à acheter des obligations pendant une durée indéterminée pour agir sur la courbe des taux. La BdJ pourrait apporter de légères modifications à sa politique, en prenant par exemple des mesures visant à accentuer la courbe des taux, pour atténuer certains effets négatifs des taux d'intérêt bas sur la rentabilité des banques. Nous ne nous attendons pas à voir la banque centrale modifier son taux directeur à court terme au cours des 12 prochains mois, et nous sommes d'avis que le taux des titres à dix ans devrait fluctuer dans la fourchette cible de la BdJ, qui est de plus ou moins 0,20 %.

**Royaume-Uni** – À cause de l'incertitude entourant le Brexit, qui pèse sur l'économie britannique et freine tant l'inflation que l'activité économique, la Banque d'Angleterre (BdA) hésite à relever ses taux d'intérêt par rapport à des niveaux justifiés par un état d'urgence. Cette situation a eu pour effet de repousser encore le moment prévu pour la prochaine hausse des taux. Nous ne nous attendons pas à voir la BdA

changer son taux directeur avant la fin de l'année. Nous avons revu à la baisse notre prévision de taux de l'obligation d'État du Royaume-Uni à dix ans, de 1,75 % à 1,00 %, pour tenir compte de la grande prudence de la BdA dans une conjoncture marquée par un ralentissement de la croissance et de l'inflation, et de l'incertitude persistante quant au Brexit.

**Canada** – La Banque du Canada (BdC) a relevé son taux d'intérêt de référence de 75 points de base au total en 2018. Cependant, elle semble beaucoup moins encline à continuer dans cette voie depuis le début de l'année, étant donné le ralentissement de la croissance économique. La BdC a récemment revu à la baisse ses prévisions de croissance économique pour le Canada. Elle a aussi annoncé qu'elle évaluerait l'incidence de la baisse des cours du pétrole et du resserrement des conditions financières sur l'économie avant de décider de la marche à suivre. Toutes les mesures de l'inflation de base par la BdC s'établissent sous les 2 % et sont, de ce fait, trop basses pour pousser la banque centrale à resserrer encore sa politique. Le rythme actuel de l'expansion économique n'est lui non plus pas suffisamment vigoureux pour inciter la BdC à agir : tant la croissance mondiale que la croissance intérieure devraient diminuer en 2019, la dernière risquant de souffrir de baisses de la production pétrolière et d'un ralentissement du marché du

logement. Nous estimons dès lors que la banque centrale maintiendra son taux directeur pour l'instant, cette dernière ayant toutefois souligné que « le taux d'intérêt directeur devra augmenter avec le temps jusqu'à l'intérieur d'une fourchette neutre pour assurer l'atteinte de la cible d'inflation ».

Les obligations émises par des entités canadiennes n'ont guère suscité d'intérêt à l'international durant une grande partie de 2018, la faiblesse de la monnaie, la baisse des cours des marchandises, les retards touchant les pipelines et les inquiétudes quant au commerce ayant poussé les investisseurs à se détourner du marché canadien. Vers la fin de l'année, les craintes pour la croissance mondiale en général ont toutefois poussé les investisseurs à chercher des valeurs refuges telles les obligations canadiennes. Les obligations provinciales ont attiré de solides afflux de capitaux ; les provinces ont été des émetteurs actifs dans d'autres monnaies grâce à des conditions de marché favorables.

Selon les prévisions générales, la BdC devrait décréter une nouvelle hausse des taux en 2019, vers la fin de l'année. Nous sommes d'avis que la BdC a probablement mis fin à ses hausses de taux et pourrait marquer une pause jusqu'en 2020. Nous prédisons que le taux des obligations d'État à dix ans devrait augmenter légèrement à 2,00 %, soit 40 points de base en dessous de nos prévisions précédentes.

## **Pondérations régionales recommandées**

Nous recommandons de surpondérer les titres du Trésor américain de 5 points de pourcentage, et de sous-pondérer en contrepartie de 2,5 points de pourcentage les positions dans les obligations d'État allemandes et japonaises.

L'écart entre les taux des obligations américaines et allemandes reste important au regard des normes passées. Qui plus est, selon les écarts de croissance économique, les taux des obligations des États-Unis sont trop élevés et sont soumis à des pressions baissières, ou les taux des titres européens sont trop faibles et

ont de fortes chances d'augmenter. Au Japon, les taux des obligations d'État sont tombés au bas de la fourchette cible fixée par la BdJ pour agir sur la courbe des taux, ce qui nous incite à penser qu'une sous-pondération de ces titres offre une autre piste potentielle pour obtenir des rendements relatifs intéressants.

# MARCHÉS DES CHANGES

## Le billet vert n'est pas encore prêt à entamer une période baissière

**Dagmara Fijalkowski, MBA, CFA**

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

**Daniel Mitchell, CFA**

Gestionnaire de portefeuille  
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

Les huit années de tendance haussière du dollar américain ont provoqué un grand scepticisme et fait émerger plusieurs questions : le billet vert continuera-t-il de se redresser en dépit des politiques économiques imprudentes des États-Unis ? Les investisseurs devraient-ils continuer d'avoir confiance en cette devise alors que la Maison-Blanche fait pression sur la Réserve fédérale américaine (Fed) pour que les taux d'intérêt soient maintenus à des niveaux peu élevés ? Et que penser du mépris de l'administration Trump pour la diplomatie internationale ? Ces questions, parfaitement justifiées, concernent toutefois un horizon beaucoup plus long que la période de 12 mois à laquelle nous nous intéressons. Cela dit, nous croyons que les investisseurs ne devraient pas se fier à un seul mandat présidentiel pour déterminer si le dollar américain se dirige vers un repli de plusieurs années. Nous établissons plutôt des parallèles avec les mouvements cycliques passés du billet vert et nous analysons les moteurs de ces cycles, plus fiables, pour fixer nos attentes futures. Selon ces indicateurs, il n'est pas encore temps d'annoncer un marché baissier du dollar américain.

Figure 1 : Le dollar US et la croissance relative

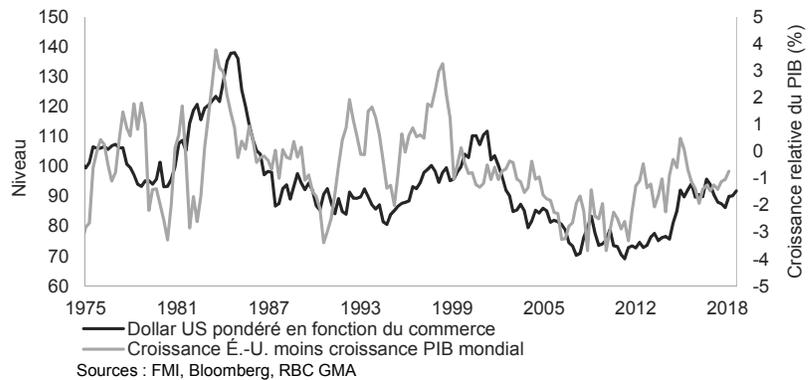
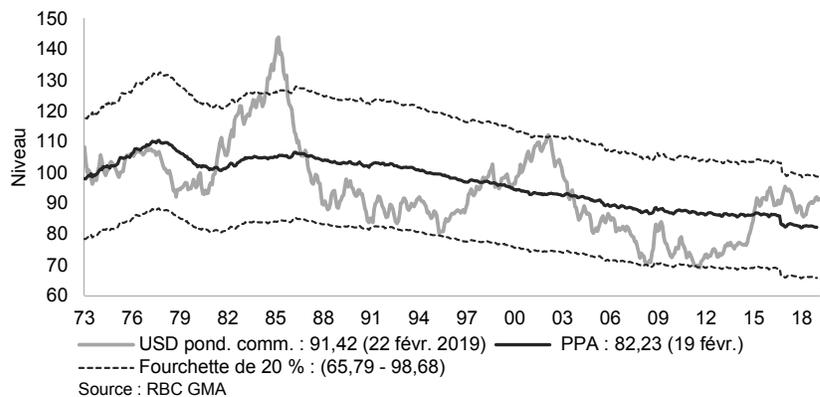


Figure 2 : Évaluation du dollar US selon la parité des pouvoirs d'achat



Le premier élément clé de notre cadre repose sur la différence entre la croissance économique des É.-U. et la croissance dans d'autres régions. Le lien étroit qui unit la fluctuation des devises et la croissance (figure 1) s'explique par des changements substantiels et durables touchant les flux de capitaux mondiaux ; les investisseurs sont habituellement en quête de rendements plus élevés, qui se trouvent généralement là où la croissance économique est la plus forte. À l'heure actuelle, en dépit

du ralentissement de la croissance aux É.-U., les écarts avec les autres pays et les grands mouvements de capitaux continuent d'être profitables au dollar US, et ils demeureront favorables au moins jusqu'à ce que le dynamisme relatif de l'économie américaine diminue de façon durable.

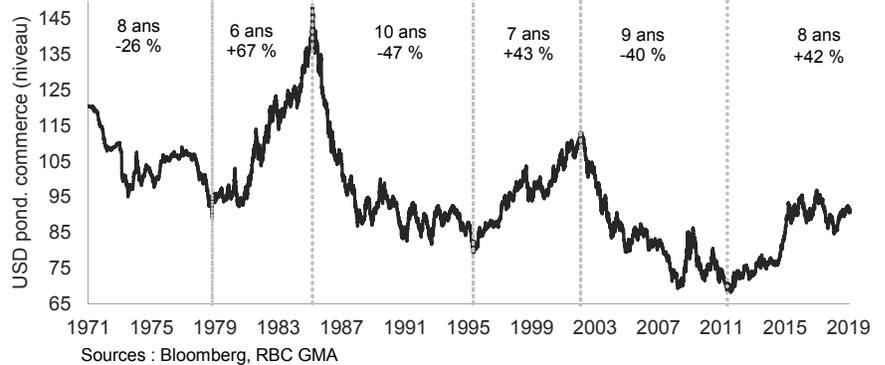
De plus, le dollar américain n'est pas excessivement surévalué : sa valeur se situe dans nos fourchettes d'évaluation de 20 % (figure 2).

Il ne s'agit pas d'une condition préalable au repli du dollar, mais les importateurs et les investisseurs ont habituellement tendance à attendre qu'une devise excède son pouvoir d'achat de plus de 20 % avant de rechercher des solutions moins coûteuses. En l'absence d'une telle surévaluation excessive, cet ajustement économique naturel mettra simplement plus de temps à se produire. C'est pourquoi nous soutenons que le plafonnement du présent cycle sera beaucoup plus turbulent et long que lors des revirements précédents en 1985 et en 2001 (figure 3).

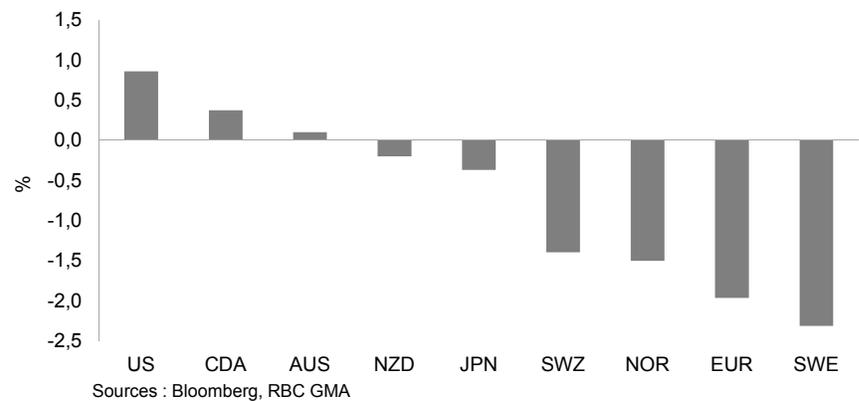
En outre, le dollar US profite encore de la hausse des taux d'intérêt. Et même si le niveau absolu des taux d'intérêt demeure faible, le taux des obligations du Trésor américain à deux ans reste beaucoup plus attrayant à 2,5 % que les taux négatifs qu'offrent l'Allemagne, le Japon et la Suisse. Ces écarts font en sorte que les coûts des positions vendeur sur le dollar US ou de couverture des actifs américains sont très élevés. Aussi, les obligations américaines à deux ans offrent les taux réels les plus élevés de toutes les grandes économies ; les taux de la plupart des autres se situent sous le niveau actuel de l'inflation (figure 4).

Compte tenu de la détérioration marquée de la situation économique depuis le début de l'année, les investisseurs se demandent maintenant si d'autres hausses de taux auront lieu lors du présent

**Figure 3 : Cycles de longue durée du dollar US pondéré en fonction du commerce**



**Figure 4 : Taux réels à 2 ans des pays développés**



cycle et quelle serait l'incidence de l'absence de resserrement sur le billet vert. Si l'aversion pour le risque rend la Fed plus prudente, est-ce qu'un recul soudain du dollar s'ensuivra ?

Selon les événements passés, probablement pas. Peu de cycles de hausse des taux nous permettent d'établir des parallèles, car seulement deux sont survenus dans des contextes comparables à la situation actuelle, c'est-à-dire

où le dollar US était surévalué et évoluait dans les phases ultimes d'un marché haussier (figure 5a). Toutefois, ces deux cycles présentent des similitudes intéressantes démontrant que le dollar a tendance à se redresser pendant encore une année ou deux avant la hausse de taux finale (figure 5b). Pourquoi ? Peut-être parce que les investisseurs ne peuvent savoir avec certitude si une hausse de taux est la dernière d'un cycle, et que la Fed peut ainsi continuer

de se servir des taux d'intérêt pour soutenir le dollar pendant un certain temps. Précisons aussi que le dollar US est une valeur refuge qui a tendance à remonter lorsque les actifs à risque dégringolent. Le « sourire du dollar américain » (figure 6) traduit la relation entre les bons rendements du dollar et les situations économiques très positives (celles où la Fed hausserait probablement les taux), ainsi que les mauvais scénarios économiques, où l'aversion pour le risque entraînerait un raffermissement du dollar. Les scénarios de soutien à l'aide des taux d'intérêt et de valeur refuge confortent notre opinion selon laquelle le dollar n'est pas prêt à entamer un cycle baissier à long terme. Nous présumons que le processus de plafonnement mouvementé qui caractérise les fluctuations du dollar américain se poursuivra pendant au moins une autre année, ou jusqu'à ce que nous commencions à voir des signes démontrant que la valeur du dollar a une incidence sur les déséquilibres du compte courant.

### Encore plus de mouvement du côté des monnaies des marchés émergents

Si les monnaies des marchés développés se sont la plupart du temps maintenues à l'intérieur d'une fourchette au cours de la dernière année, celles des marchés émergents ont connu une période de volatilité. Les inquiétudes concernant la politique et la détérioration budgétaire en Turquie et en Argentine

Figure 5a : Le dollar US et les cycles de resserrement

Cycle	1 <sup>re</sup> hausse	Dernière hausse	Cycle du USD	Valeur du USD	A provoqué une récession
1972	févr. 1972	août 1973	Baissier	(1 %)	Oui
1976	déc. 1976	mars 1980	Baissier	(3 %)	Oui
1980	août 1980	janv. 1981	Haussier	(5 %)	Oui
1983	avr. 1983	août 1984	Haussier	25 %	Non
1986	déc. 1986	sept. 1987	Baissier	(8 %)	Non
1988	mars 1988	févr. 1989	Baissier	(12 %)	Oui
1994	févr. 1994	févr. 1995	Baissier	(13 %)	Non
1999	juin 1999	mai 2000	Haussier	9 %	Oui
2004	juin 2004	juin 2006	Baissier	(9 %)	Oui
Actuel	déc. 2015	déc. 2018	Haussier	12 %	???

Source : RBC GMA

Figure 5b : Rendement du dollar US avant et après la dernière hausse de la Fed

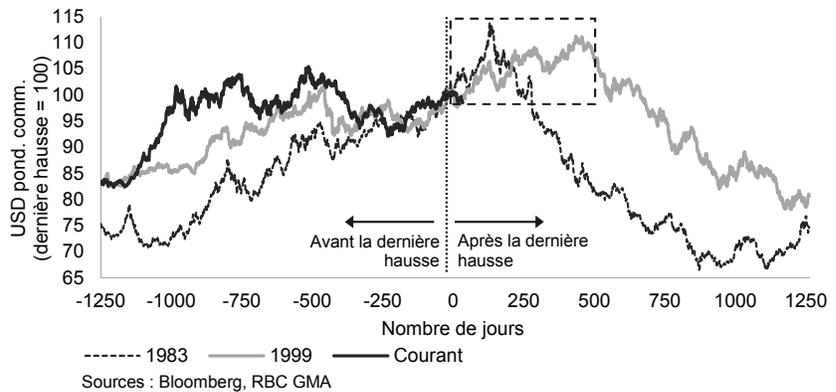
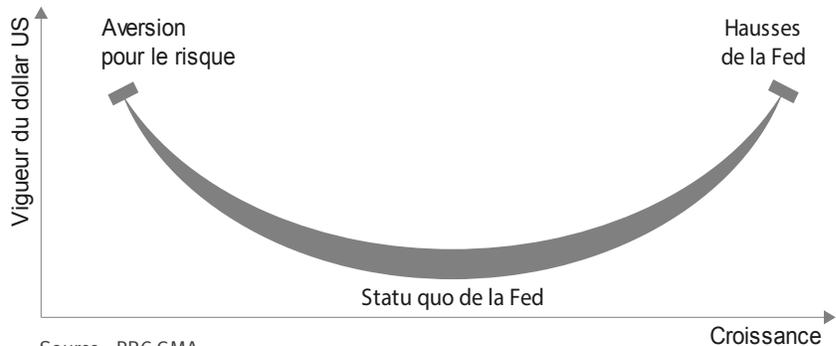


Figure 6 : Le sourire du dollar US

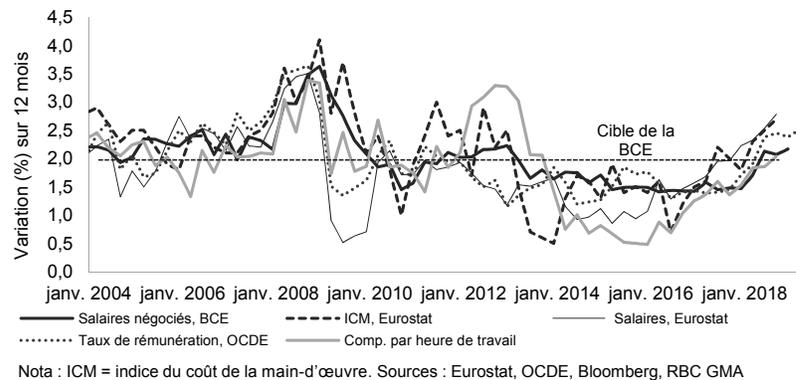


pendant l'été ont grandement ébranlé l'appétit des investisseurs pour les actifs risqués. Donc, la livre turque et le peso argentin ont été deux des monnaies les plus durement touchées par la fuite des capitaux de l'an dernier. D'autres monnaies de pays émergents ont reculé dans la foulée, sans que des nouvelles propres à leur région justifient ce mouvement. Depuis les creux du début de septembre, les monnaies des marchés émergents ont rebondi de 10 %, alors que celles des pays du G10 se sont dépréciées. Nous croyons que les monnaies des marchés émergents présentent encore un potentiel d'appréciation, car elles continuent de bénéficier des effets de leur valeur attrayante et des taux d'intérêt relativement élevés, mais aussi parce que les trois principaux problèmes qui préoccupaient les investisseurs s'atténuent.

Ces problèmes sont les suivants :

- Les banques centrales ont adouci le ton. En plus de la Fed, quelques autres acteurs de la scène monétaire mondiale ont revu à la baisse leurs prévisions de resserrement pour 2019. S'il s'avère, comme on s'y attend, que les responsables de la politique monétaire laissent les taux d'intérêt inchangés en 2019, le contexte sera favorable aux monnaies des marchés émergents.
- Certains signes donnent à penser que les négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine se solderont par un règlement du

Figure 7 : Indicateurs d'inflation des salaires dans la zone euro



différend opposant ces pays. Le conflit a fortement nui aux pays exportateurs, et un apaisement des tensions entre les deux plus puissantes économies du monde procurerait un grand soulagement aux investisseurs des marchés émergents.

- Des signes préliminaires indiquent que la croissance de l'économie chinoise s'est stabilisée. Au pays, les responsables de la politique ont utilisé un grand nombre d'outils pour soutenir l'économie. Les mesures ciblées visant à stimuler l'activité de prêt à réduire les impôts à et accélérer la concrétisation de projets d'investissement commenceront à avoir une plus grande incidence au cours du second semestre.

D'autres progrès concernant ces trois sources de préoccupation, et plus particulièrement la dernière, contribueraient grandement à soutenir les monnaies des marchés émergents. Nous estimons d'ailleurs que ces monnaies pourraient revenir à

des niveaux qu'elles ont atteints pour la dernière fois au début de 2018.

### L'euro devrait augmenter à 1,20

Nos perspectives pour l'euro dépendent grandement de la Banque centrale européenne (BCE) et, vu la détérioration des données économiques dans la région, les investisseurs n'anticipent pas de grandes variations des taux directeurs. Toutefois, les obstacles au resserrement devraient être moins imposants pour les banques centrales qui ont recours à des taux négatifs que pour les institutions dont les taux directeurs se rapprochent du point neutre. Comme la pression sur les salaires (figure 7) fait grimper l'inflation plus près de la cible de 2 % de la BCE, l'euro deviendra plus sensible à tous les propos qui sembleront favorables à un resserrement. Par ailleurs, de bonnes nouvelles concernant le Brexit, le système bancaire de l'Italie ou la croissance en Chine

propulseraient l'euro au-delà de la limite supérieure de sa fourchette comprise entre 1,12 et 1,16.

## Le yen devrait grimper à 102

Parmi les monnaies du G10, le yen est celle qui nous inspire le plus d'optimisme, car les facteurs de longue durée, comme la faiblesse des valorisations et la robustesse du solde du compte courant, demeurent positifs. À court terme, le ralentissement de la croissance aux É.-U. et l'aversion pour le risque seront également bénéfiques à la monnaie japonaise, qui joue encore le rôle de valeur refuge. Toutefois, les sorties persistantes de capitaux, attribuables aux investisseurs japonais cherchant à obtenir des rendements supérieurs hors du pays, freinent le yen. Les sorties de placements en actions commencent maintenant à ralentir (figure 8), car la hausse du coût de la couverture d'actifs américains et l'intensification de la volatilité boursière ont réduit la nécessité pour les investisseurs japonais de placer des capitaux à l'étranger. En l'absence de ces sorties de fonds déterminantes, nous prévoyons un raffermissement du yen, qui passerait de son niveau actuel d'environ 111 à 102.

## La livre sterling devrait chuter à 1,25

Les attentes tablant sur l'évitement d'un Brexit houleux au R.-U. ont entraîné une reprise de la livre. Celle-ci a toutefois progressé bien au-delà de ce que justifierait le rendement des titres d'État

Figure 8 : Placements de portefeuille des Japonais à l'étranger

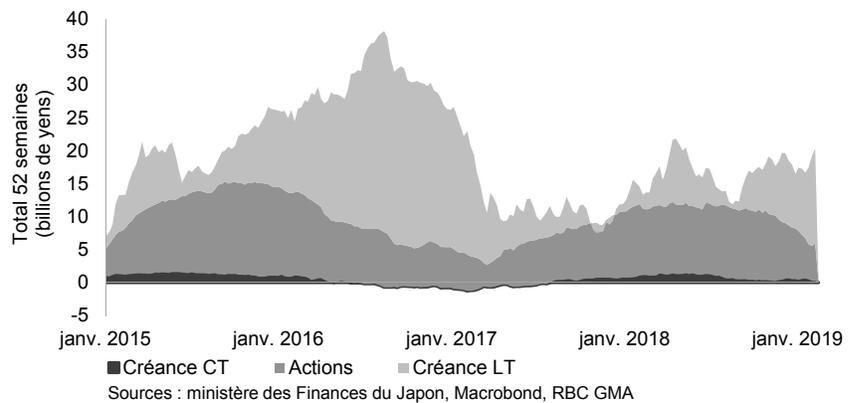
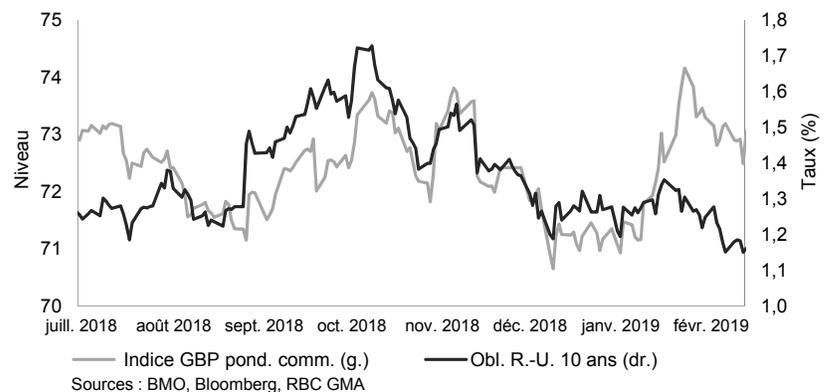


Figure 9 : Livre sterling pondérée en fonction du commerce et obligations à 10 ans



britanniques (figure 9). Même dans le cas d'un Brexit doux, les perspectives économiques du R.-U. sont loin d'être roses lorsque l'on prend en compte l'affaiblissement de l'inflation à l'échelle nationale, le manque d'investissements des entreprises, la piètre confiance des consommateurs et la faible productivité. Par conséquent, nous nous attendons à ce que la Banque d'Angleterre se garde d'intervenir pendant un certain temps. Les perspectives à court et à long terme

annoncent une dépréciation de la livre sterling, étant donné qu'elle se négocie actuellement à près de 1,32.

## Le dollar canadien devrait reculer à 1,37

Les données économiques du pays dénotent une détérioration marquée depuis 2017. En 2018, la croissance économique du Canada s'est établie à un rythme décevant de 1,8 %, soit plus de 1 % sous le taux de 2,9 % aux É.-U. Les perspectives de croissance nationale durant notre période de

prévision ne sont guère mieux, l'activité économique étant freinée par la diminution des dépenses de consommation et d'investissement, à laquelle s'ajoute une détérioration de la balance des paiements.

Comme on le sait, les niveaux d'endettement ont grimpé au pays et la hausse des taux sera néfaste aux Canadiens. À l'heure où la vague d'argent bon marché reflue, nous nous attendons à ce qu'il y ait de plus en plus de défauts de remboursement des prêts accordés pour financer des modèles d'entreprise peu viables (figure 10). Il est en outre probable que le revenu disponible des ménages diminuera aussi. Par conséquent, la création d'emplois et une hausse des salaires seront nécessaires pour soutenir la croissance de la consommation cette année. Si le marché de l'emploi ou les prix des maisons devaient commencer à fléchir, les dépenses de consommation pourraient se détériorer grandement.

Depuis plus de 30 ans, le Canada est systématiquement devancé par les États-Unis au chapitre de l'investissement dans la capacité de production. Au cours des dix dernières années, cet écart s'est creusé de sorte que l'investissement au Canada équivaut aujourd'hui à la moitié du niveau atteint aux États-Unis (figure 11). La hausse des impôts, l'augmentation du salaire minimum et les retards touchant les oléoducs ne sont pas propices aux affaires, car ils freinent la croissance et nuisent à la compétitivité sur la scène mondiale.

Figure 10 : Taux de la Banque du Canada et faillites au pays

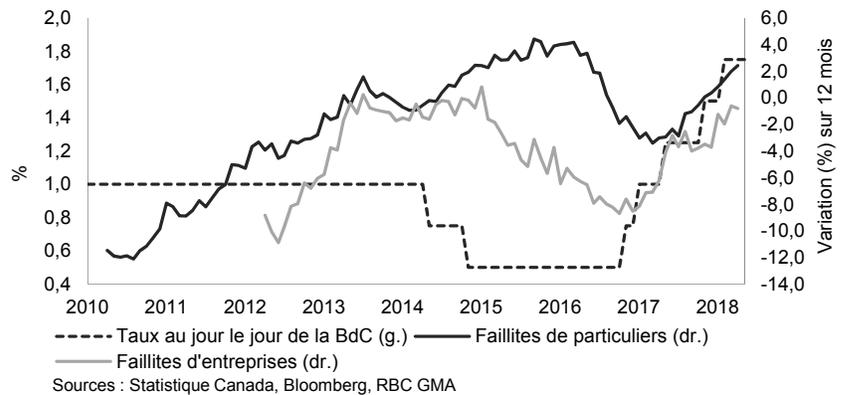
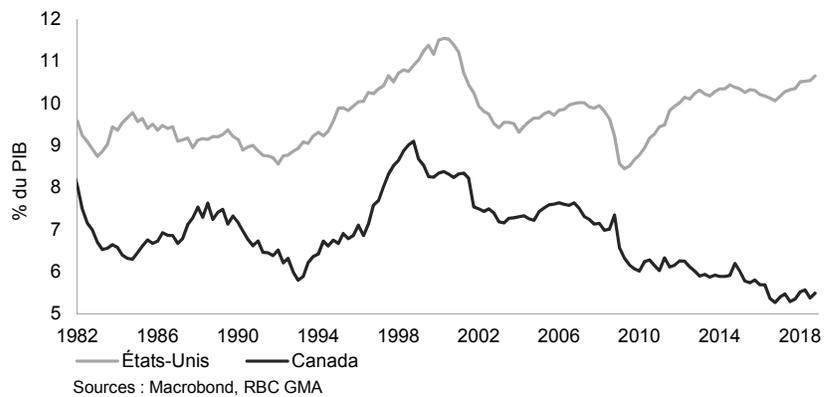


Figure 11 : Investissements des entreprises dans la propriété intellectuelle, les machines et l'équipement



Le recul de la compétitivité du Canada se reflète dans la faiblesse soutenue de l'investissement direct étranger (IDE). Celui-ci recule depuis dix ans en dépit d'une dépréciation du dollar canadien de près de 28 % en six ans, qui témoigne de la réticence des étrangers à investir au Canada.

Malgré l'annulation partielle de certaines de ces politiques (salaire minimum, imposition des sociétés), il faudra compter plusieurs années

avant que les dommages soient effacés. Le fardeau de l'ajustement est donc porté par la monnaie, qui joue souvent le rôle de soupape de sûreté. Comme le dollar canadien est sous-évalué, nous pourrions nous attendre à ce que les actifs ou les biens canadiens soient attrayants pour les investisseurs étrangers. Pourtant, les flux de portefeuille au pays ont dégringolé, passant d'environ 6 % du PIB au troisième trimestre de 2017 à 0,5 % à la fin

de 2018 (figure 12). Par ailleurs, le déficit du compte courant continue de se creuser, ce qui laisse croire que la faiblesse du huard n'a pas suffi à faire diminuer substantiellement la valeur des produits et services du pays. Ensemble, l'IDE, les flux de portefeuille et le compte courant forment la balance des paiements fondamentale, laquelle se situe à son pire niveau en 20 ans.

Nous observons quelques éléments très positifs pour le dollar canadien : la forte immigration, notamment la venue de travailleurs hautement qualifiés ; la recherche de pointe dans les hôpitaux et les universités du pays ; et les signes de plus en plus nombreux indiquant que Toronto devient l'un des centres technologiques dont la croissance est l'une des plus rapides en Amérique du Nord. Cela dit, nous ne croyons pas que ces facteurs positifs soient assez puissants pour contrebalancer les effets économiques négatifs des tendances mentionnées précédemment. La Banque du Canada s'attend à ce que les investissements et les exportations soient les moteurs de la croissance économique en 2019, mais peu de signes indiquent que l'un ou l'autre de ces éléments gagne en vigueur. De plus, l'inflation sous-jacente reste invariablement basse : elle se chiffrait à 1,4 % sur douze mois en janvier, alors qu'elle atteignait 2,0 % en décembre. Compte tenu de ces facteurs, il est peu probable que la Banque du Canada se porte à la rescousse du

Figure 12 : Balance fondamentale des paiements du Canada

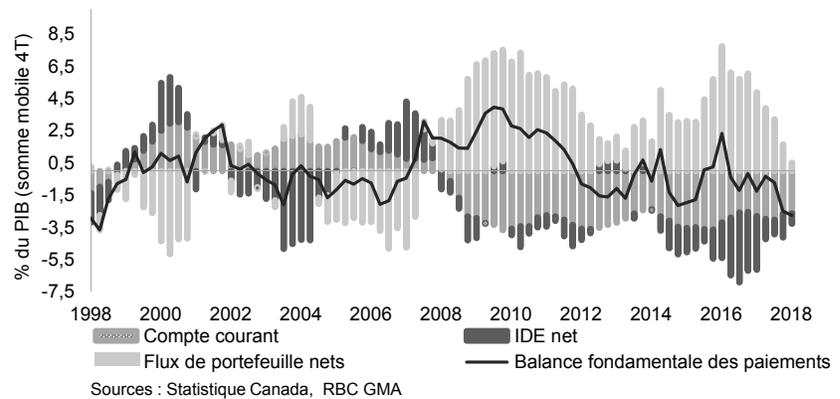
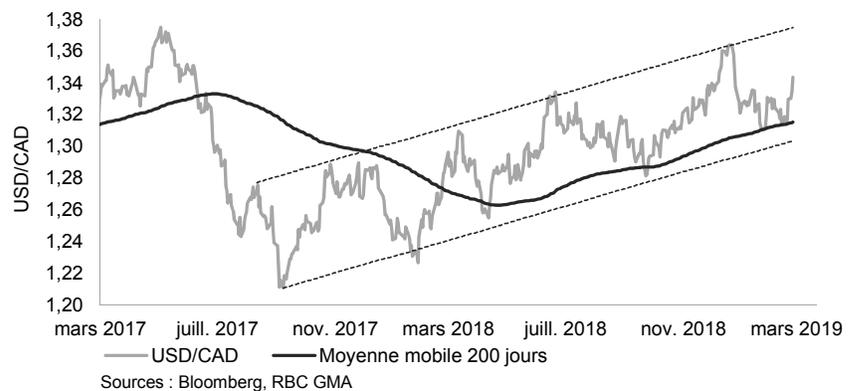


Figure 13 : Le taux de change USD/CAD évolue dans un canal



huard. La plupart de nos modèles et paramètres à court terme indiquent que le dollar canadien devrait reculer par rapport au dollar américain, ce qui serait encourageant pour les chartistes qui surveillent les plus récentes tendances (figure 13). Les risques pesant sur nos prévisions sont principalement liés à la faiblesse du huard et au ralentissement de l'économie américaine ; aux doutes entourant l'adoption de l'accord commercial

entre les É.-U., le Mexique et le Canada ; aux éventuelles répercussions économiques de la possible extradition d'un dirigeant d'entreprise chinois et à l'incertitude politique au pays engendrée par le scandale de SNC-Lavalin. L'un ou l'autre de ces facteurs pourrait amener la monnaie vers la limite supérieure de notre fourchette prévue, soit entre 1,30 et 1,40.

# PERSPECTIVES RÉGIONALES – É.-U.

## Brad Willock, CFA

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

L'indice S&P 500 a fait un tour de montagnes russes au cours des trois derniers mois, dont une descente en piqué de 9,2 % en décembre, qui s'est révélé le pire mois de décembre sur le marché boursier depuis 1931. Ce recul, attribuable au ralentissement de la croissance économique mondiale, à l'incertitude entourant les échanges commerciaux, à la paralysie du gouvernement américain ainsi qu'au relèvement des taux directeurs, a été suivi d'une puissante remontée qui s'est poursuivie 29<sup>e</sup> jusqu'en février. La volatilité des actions traduisait une probabilité accrue de récession, ainsi que le manque de liquidité à la fin de l'année, qui a accentué le repli. La veille de Noël, le marché a touché son creux de clôture pour le trimestre, en baisse de près de 20 % par rapport au sommet de clôture historique atteint le 20 septembre 2018. Depuis la fin de l'année, les actions ont constamment progressé, stimulées par la réorientation de la Réserve fédérale américaine (Fed) vers une politique plus souple, par la fin de la paralysie du gouvernement ainsi que par des signes de progrès entourant les différends commerciaux entre les États-Unis et la Chine.

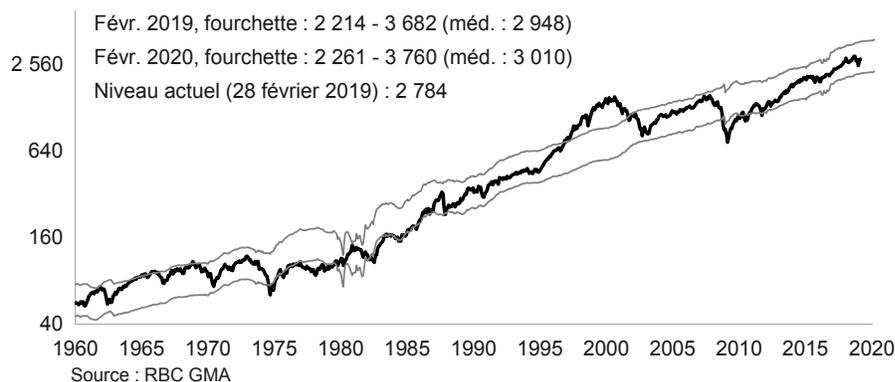
Maintenant que les actions ont remonté à moins de 5 % de leur

## États-Unis – Pondérations sectorielles recommandées

	Comité des stratégies de placement RBC GMA février 2019	Référence S&P 500 février 2019
Énergie	4,5 %	5,4 %
Matières	2,0 %	2,7 %
Industrie	9,8 %	9,8 %
Consommation discrétionnaire	10,5 %	9,9 %
Consommation de base	6,5 %	7,1 %
Soins de santé	15,5 %	14,8 %
Services financiers	12,5 %	13,3 %
Technologie de l'information	21,7 %	20,6 %
Services de communications	10,1 %	10,1 %
Services publics	3,5 %	3,3 %
Immobilier	3,5 %	3,0 %

Source : RBC GMA

## Fourchette d'équilibre Indice S&P 500 Valorisations et bénéfices normalisés



sommet historique, le moment est venu de réévaluer le contexte de placement afin de déterminer la pondération idéale des actions américaines dans nos portefeuilles. À l'heure actuelle, un relèvement trop rapide des taux d'intérêt par la Fed ainsi que l'adoption, par l'administration Trump, de mesures commerciales trop agressives à

l'égard de la Chine seraient les principales menaces pour les cycles économique et boursier.

Afin de nous faire une idée de la vulnérabilité de l'économie à un important ralentissement, nous tenons compte de la santé financière des consommateurs et des sociétés. Les secteurs sensibles à

l'évolution des taux d'intérêt, comme l'habitation et l'automobile, affichent une certaine faiblesse depuis plusieurs trimestres, particulièrement en Californie, où l'on retrouve 20 % du parc de logements du pays. Dans cet État, les ventes ont dégringolé l'année passée et les stocks ont bondi d'environ 30 % à la suite d'une augmentation de 100 points de base des taux hypothécaires, soit bien en deçà de l'augmentation de 300 points qui était auparavant nécessaire pour freiner le marché de l'habitation. Les consommateurs ont toutefois été surpris par cette augmentation relativement faible, leur salaire n'ayant pas suivi la cadence de l'augmentation des taux. La vente au détail générale ainsi que les ventes de voitures sont d'autres secteurs où les données révèlent un fléchissement. Le repli du marché boursier au quatrième trimestre ainsi que la paralysie du gouvernement fédéral ont incité les consommateurs et les entreprises à réduire leurs dépenses, même si les effets négatifs ont à présent été éliminés ou réduits considérablement.

Le marché du travail représente quant à lui un aspect positif : au cours des trois derniers mois, 240 000 postes ont été créés mensuellement en moyenne, et le nombre d'emplois offerts dépasse le nombre de personnes sans travail à

la recherche d'un emploi. La vigueur du marché de l'emploi laisse croire que les consommateurs demeurent en bonne posture et que le marché de l'habitation devrait se stabiliser, maintenant que le taux hypothécaire à 30 ans est redescendu de son sommet. Les niveaux d'endettement sont soutenables et les salaires commencent à augmenter.

Si on laisse de côté l'analyse macroéconomique pour se pencher sur les sociétés, on observe que les risques liés à celles-ci découlent habituellement de dépenses en immobilisations ou d'emprunts excessifs. Les risques associés à une capacité excédentaire problématique ne sont toujours pas apparus, tandis que les sociétés ouvertes qui ont contracté d'importantes dettes au cours des dix dernières années ont obtenu de faibles taux fixes. Jusqu'à présent, elles ont pour la plupart disposé de fonds suffisants pour s'acquitter des frais d'intérêt. Cela dit, nous sommes conscients au stade d'avancement actuel du cycle économique qu'une récession se traduirait probablement par une diminution radicale des flux de trésorerie, ce qui entraînerait une augmentation considérable des défaillances de crédit.

L'observation du marché boursier est un bon moyen de déceler des signaux concernant l'état du cycle

économique. Il est par exemple probable que de mauvais résultats dans certains segments du secteur de la finance précéderont une augmentation des cas de défaut de paiement. Une autre situation similaire serait l'obtention de rendements constamment supérieurs des actions caractérisées par une croissance stable des bénéficiaires, habituellement dans les secteurs de la consommation de base, des services publics et des soins de santé. En revanche, la remontée actuelle est en grande partie attribuable aux secteurs des produits industriels et de l'énergie. En résumé, la boule de cristal du marché ne nous montre aucun signe indiquant la fin imminente du cycle économique ou du marché haussier.

Selon nous, les reculs du marché au quatrième trimestre de 2018, en réponse au ralentissement de la croissance économique, aux interventions de la Fed et à la politique commerciale du président Trump, étaient justifiés. L'ampleur de la variation des cours a toutefois été excessive. Après la suspension par la Fed de son cycle de relèvement des taux d'intérêt ainsi que le regain d'optimisme à l'idée que les États-Unis et la Chine concluraient une forme de règlement à court terme de leur différend commercial, le S&P 500 a effacé la majeure partie

de ses lourdes pertes. Le rythme à venir de la croissance économique, qui continue de ralentir, ne fait toutefois pas l'unanimité. L'un des déterminants clés de la direction que prendront les marchés financiers et l'économie sera la mesure dans laquelle les efforts consentis par la Chine pour relancer son économie porteront leurs fruits.

Notre scénario de base prévoit une hausse modeste des actions au cours de l'année à venir, mais certains scénarios macroéconomiques pourraient aboutir à des résultats différents. Pour que les actions montent en flèche, la totalité ou une partie des conditions suivantes

devront probablement être réunies : l'expansion économique doit se poursuivre jusqu'en 2021, par exemple grâce à une interruption du relèvement des taux par la Fed ; les États-Unis et la Chine doivent conclure un accord commercial ; et l'économie de la Chine doit reprendre de la vigueur. Le scénario négatif prévoit que le ralentissement de la croissance mondiale se poursuivra, probablement parce que l'économie chinoise ne répondrait pas aux mesures de relance, ce qui entraînerait une chute des bénéfices. De plus, l'intensification des risques géopolitiques inciterait les investisseurs à revoir leurs

valorisations à la baisse pour les actions et les obligations de sociétés. En fonction des risques, nous arrivons à la conclusion que, pour le moment, l'économie mondiale devrait poursuivre son expansion assez rapidement pour soutenir les actions à court terme, mais nos perspectives à moyen terme sont moins claires.

# PERSPECTIVES RÉGIONALES – CANADA

## Sarah Neilson, CFA

Gestionnaire de portefeuille  
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

## Irene Fernando, CFA

Gestionnaire de portefeuille  
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

En baisse de 11,6 pour cent, l'indice composé S&P/TSX a tiré de l'arrière par rapport à la plupart des principaux marchés boursiers en 2018. À titre comparatif, l'indice S&P 500 a cédé 6,2 pour cent et l'indice MSCI Monde, environ 10 pour cent. Depuis le début de l'année 2019, l'indice boursier canadien s'est toutefois redressé et a inscrit un gain de 13 pour cent, ce qui le classe légèrement en tête des autres marchés mondiaux.

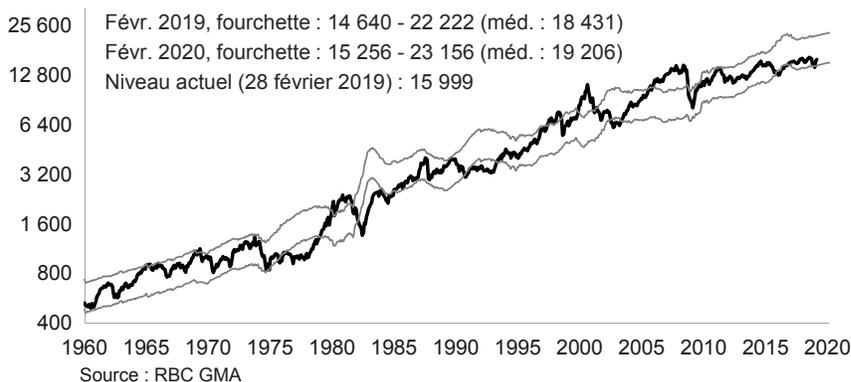
Les investisseurs scrutent les conditions économiques et financières mondiales pour y déceler des signes de récession. À cet égard, la récente volatilité des marchés financiers laisse croire qu'ils ne sont pas encore certains de l'imminence d'un repli économique. Les perspectives visant les échanges commerciaux mondiaux, particulièrement la relation entre les États-Unis et la Chine, figurent parmi les principaux éléments dont tiennent compte les projections économiques, compte tenu de l'impact négatif que pourrait avoir l'augmentation des tarifs que s'imposent les deux partenaires commerciaux. En outre, les données économiques de la Chine et de l'Europe indiquent un ralentissement

## Canada – Pondérations sectorielles recommandées

	Comité des stratégies de placement RBC GMA février 2019	Référence S&P/TSX composé février 2019
Énergie	18,0 %	18,4 %
Matières	10,5 %	11,1 %
Industrie	11,0 %	10,6 %
Consommation discrétionnaire	4,5 %	4,2 %
Consommation de base	5,0 %	3,8 %
Soins de santé	1,0 %	2,1 %
Services financiers	32,0 %	32,5 %
Technologie de l'information	4,5 %	4,3 %
Services de communications	6,0 %	5,7 %
Services publics	4,5 %	4,0 %
Immobilier	3,0 %	3,2 %

Source : RBC GMA

## Fourchette d'équilibre S&P/TSX composé Valorisations et bénéfices normalisés



de la croissance, perspective à laquelle les prix des marchandises sont particulièrement sensibles. La Réserve fédérale américaine a démenti les attentes d'augmentation des taux d'intérêt à court terme, ce qui est favorable au cours des actions.

L'économie canadienne a gagné 1,8 pour cent en 2018. Nous nous

attendons à un taux de croissance de 1,5 pour cent en 2019. La vigueur du marché de l'emploi et des dépenses de consommation est le principal moteur de la croissance intérieure, tandis que le recul des investissements dans les secteurs du logement et de l'énergie y nuit. Par conséquent, la Banque du Canada a fait passer ses prévisions

de croissance du PIB pour 2019 de 2,1 pour cent à 1,7 pour cent et maintenu son taux directeur à 1,75 pour cent. La banque centrale soutient toutefois qu'au fil du temps, les taux devraient revenir à la neutralité pour maintenir l'inflation près de sa cible de 2 pour cent.

Les perspectives de croissance des bénéfices pour l'indice S&P/TSX se sont assombries en raison de l'évolution du secteur de l'énergie et de l'impact potentiellement négatif du ralentissement de la croissance mondiale sur les prix des marchandises. Les analystes ont réduit les prévisions de bénéfices du S&P/TSX à 1 100 \$ pour 2019, ce qui représente une croissance de 7 pour cent sur douze mois, alors qu'ils s'attendaient à 11 pour cent il y a à peine quelques mois. Les prévisions générales de bénéfices du S&P/TSX pour le début de 2020 tablent sur une croissance de 11 pour cent et les établissent à 1 221 \$. La moitié de cette progression serait attribuable à une croissance des bénéfices des secteurs de l'énergie et des matières, ce qui est peut-être exagéré.

À la suite du redressement des actions au début de 2019, les investisseurs paient 13,5 fois les bénéfices prévisionnels du S&P/TSX, soit un peu en deçà de la moyenne à long terme de 14,5. Ce ratio pourrait être justifié par le contexte économique mondial de prudence. Le S&P/TSX reste sous-évalué par rapport au S&P 500 en raison de l'importante pondération des

secteurs de la finance, de l'énergie et des matières dans l'indice canadien.

Comme la volatilité boursière a augmenté à la fin de 2018, les placements au Canada ont été concentrés dans des secteurs défensifs, notamment l'immobilier, la consommation de base, les services publics et les télécommunications. Les secteurs cycliques ont alors offert les pires rendements. Au début de 2019, les secteurs des soins de santé, de la technologie de l'information et de l'énergie ont inscrit les plus importants gains relatifs, les soins de santé étant avantagés par les actions liées au cannabis. Le secteur des matières a profité d'une flambée des prix de l'or au-delà des 1 300 \$ US l'once, tandis que le dollar américain se dépréciait modestement et que les investisseurs tenaient compte d'un rythme de relèvement des taux moins soutenu par la Fed. Dans un contexte plus favorable aux prix des métaux précieux, les investisseurs se sont intéressés aux consolidations dans le secteur aurifère.

Le secteur de la finance a inscrit un rendement inférieur à celui du S&P/TSX en 2018. Cette contre-performance est attribuable aux assureurs vie, qui ont terminé l'année en baisse d'un peu plus de 20 pour cent en raison d'un contexte macroéconomique difficile pendant les trois derniers mois de l'année. Le recul des cours signifie que les valorisations de ce segment de marché sont maintenant à

leurs niveaux les plus intéressants depuis la crise financière, alors que les sociétés affichent toujours de solides bilans et détiennent plus de fonds propres que ne l'exige la réglementation.

Les valorisations des banques canadiennes sont plus attrayantes après une chute de 21 pour cent de leur ratio cours-bénéfice en 2018, tandis que le bénéfice par action a augmenté de 13 pour cent. Les investisseurs restent prudents, car le taux d'endettement élevé des consommateurs, le ralentissement du marché du logement canadien et la détérioration potentielle de la qualité du crédit nourrissent leurs craintes. L'ensemble des analystes prévoient une croissance du BPA de 6 pour cent en 2019 et en 2020, compte tenu d'une augmentation de 20 pour cent des provisions pour pertes sur créances. À notre avis, les banques devraient bien faire comparativement à l'indice grâce à leurs modèles d'affaires éprouvés, comme en témoignent les sources de bénéfices diversifiées. En outre, les banques disposent de fonds propres excédentaires historiquement élevés et sont bien préparées à une baisse éventuelle du crédit.

Les prix du pétrole brut ont continué de fluctuer en 2018, mais ont bien commencé 2019, les prix de référence en Amérique du Nord ayant gagné environ 25 pour cent depuis le début de l'année. On s'attend à ce que l'offre et la demande soient plutôt équilibrées, principalement

en raison de la décision de l'OPEP en décembre de réduire la production. Nous continuons de surveiller la contribution de l'Iran, qui subit encore des sanctions imposées par les États-Unis, les prévisions de croissance de l'offre des riches gisements de schiste aux États-Unis et le respect des quotas de production par les membres de l'OPEP.

La demande d'énergie continue de croître à l'échelle mondiale. Selon les observateurs, la consommation de pétrole brut augmentera de 2 pour cent pour atteindre 101 millions de barils par jour en 2019, mais elle demeure sensible

aux révisions des perspectives économiques mondiales, surtout dans les marchés émergents. La sous-valorisation du brut canadien a été considérablement plus marquée en 2018. Conscient de l'incidence négative du recul des prix sur l'économie, le gouvernement albertain a imposé des réductions de production à compter de janvier 2019. La prompt réduction de l'offre a fait diminuer l'écart de prix et rapidement amélioré la rentabilité de plusieurs producteurs canadiens.

Tandis que les perspectives pour les actions du secteur canadien de l'énergie sont plutôt modestes

en raison de la réduction de la production et du manque de capacité des pipelines, nous nous attendons à plus de clarté en 2019 relativement à la construction possible de pipelines d'envergure et à la réglementation, ce qui permettrait aux investisseurs de mieux évaluer les rendements du secteur. Entre-temps, plusieurs grands producteurs canadiens du secteur de l'énergie seront bien placés pour générer d'importants flux de trésorerie disponibles si les prix des marchandises demeurent dans la fourchette actuelle. De plus, ils augmentent les rachats d'actions.

# PERSPECTIVES RÉGIONALES – EUROPE

## Dominic Wallington

Chef, Actions européennes, et premier gestionnaire de portefeuille  
RBC Global Asset Management (UK) Limited

L'indicateur composite avancé pour l'Europe baisse depuis 11 mois, tandis que la phase de « récession » du cycle des styles dure depuis quatre mois. La définition de cette phase, qui diffère quelque peu de celle qu'utilisent les économistes pour le cycle économique, décrit un scénario dans lequel tous les indicateurs avancés sont en baisse. La question de savoir si cette situation aboutira ou non à une contraction de l'économie est théorique, dans la mesure où le marché tend à se comporter de la même façon dans les deux cas. Chaque phase du cycle des styles dure en moyenne entre sept et neuf mois. Il est dès lors possible d'affirmer, sans trop se tromper, que nous sommes au moins au milieu de la phase de « récession » et que les indicateurs avancés devraient se stabiliser et repartir à la hausse au cours des 12 prochains mois.

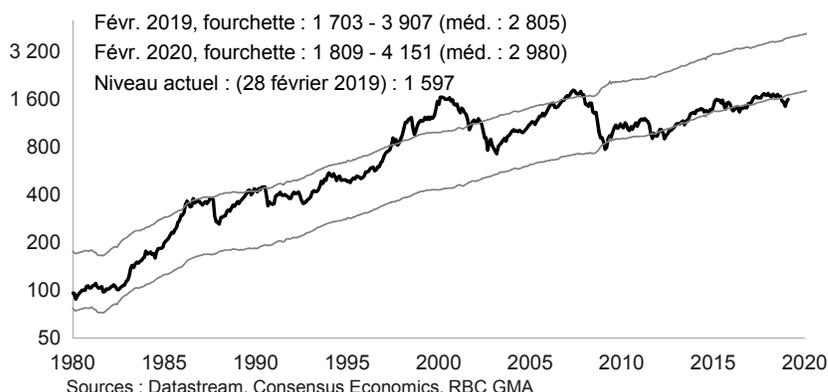
L'indice européen Stoxx 600 s'est comporté comme on pouvait s'y attendre dans ce contexte. L'indice boursier européen de référence a atteint un point culminant en mai 2018, puis un creux en décembre après une chute de 19 %. Le style du marché a favorisé les actions et les secteurs cycliques jusqu'en mai 2018, mais les investisseurs se sont ensuite tournés vers des actions

## Europe – Pondérations sectorielles recommandées

	Comité des stratégies de placement RBC GMA février 2019	Référence MSCI Europe février 2019
Énergie	7,0 %	8,2 %
Matières	6,5 %	7,6 %
Industrie	14,0 %	13,1 %
Consommation discrétionnaire	10,5 %	9,4 %
Consommation de base	14,5 %	13,9 %
Soins de santé	14,0 %	12,9 %
Services financiers	17,5 %	19,0 %
Technologie de l'information	6,0 %	5,3 %
Services de communications	4,0 %	4,8 %
Services publics	4,5 %	4,1 %
Immobilier	1,5 %	1,5 %

Source : RBC GMA

## Zone euro – Fourchette d'équilibre, indice Datastream Valorisations et bénéfices normalisés



dites « à croissance assurée » et « de qualité » pour se protéger contre une baisse des bénéfices de sociétés et le ralentissement de la croissance économique. Le marché a reculé de 7 % en décembre, et une reprise contraire à la tendance était à prévoir en janvier. Étant donné que toutes les composantes de l'indicateur avancé sont actuellement en baisse,

nous estimons que le risque d'un nouvel épisode de faiblesse est passablement élevé. Nous sommes toutefois d'avis que le marché devrait toucher le fond d'ici au deuxième trimestre de 2019.

Nous n'avons guère changé d'avis sur le Brexit depuis le trimestre dernier. Le chaos s'est poursuivi même si le 29 mars, date prévue pour la sortie

de l'UE, approche à grands pas, aucun règlement des problèmes en suspens n'étant en vue. Cela dit, les investisseurs ont commencé à percevoir que le risque d'un « Brexit dur », autrement dit un départ du Royaume-Uni de l'UE sans accord de sortie, avait diminué, et le cours des actions de sociétés britanniques axées sur le marché national semble à présent vouloir se stabiliser.

Le deuxième aspect évoqué dans le dernier numéro, soit le fait que l'incertitude cause des problèmes de planification aux entreprises du Royaume-Uni, reste aussi d'actualité. Ce niveau élevé d'incertitude a tendance à dissuader les entreprises de mettre en œuvre des plans stratégiques ou d'engager des dépenses d'investissement, d'où une situation qui ne profite à personne.

Deux risques d'ordre politique, à court et à long terme, pourraient selon nous déstabiliser les marchés au Royaume-Uni et en Europe continentale. Tout d'abord, le ralentissement de la croissance économique pourrait détériorer la rentabilité des entreprises, notamment celles qui dépendent de leur marché national. Nous avons d'ailleurs déjà observé une chute des évaluations des actions de sociétés tournées vers leur marché national, alors que les entreprises exerçant

leurs activités à l'international ont été plutôt épargnées.

Bien qu'il soit probable que cette tendance se maintiendra de façon générale, nous pensons que la baisse des évaluations des entreprises britanniques axées sur le marché national est exagérée à court terme. Les effets sur les marchés seraient beaucoup plus graves si le contexte politique devait évoluer vers un antagonisme accru entre les entreprises et les gouvernements et, de là, entraîner des conséquences défavorables comme des hausses de l'impôt des sociétés. Encore une fois, dans l'état actuel des choses, une telle évolution nous paraît improbable pour le moment.

Un bref rappel d'un fait historique, qui date de la première moitié du XX<sup>e</sup> siècle, permet d'illustrer le second risque, moins évident. Dans sa biographie, l'éditeur de journaux canadiens et britanniques Lord Beaverbrook a avancé que la Deuxième Guerre mondiale aurait pu être évitée si les Britanniques ne s'étaient pas autant préoccupés de la relation entre le roi Édouard VIII et Wallis Simpson, et si cette situation n'avait pas causé l'abdication du roi en 1936. L'affirmation de Beaverbrook nous semble exagérée, mais le parallèle est intéressant.

Concrètement, il est ici question d'une possible diversion : pendant que le Royaume-Uni se focalisera sur le Brexit et que l'Europe sera absorbée par ses divisions politiques internes, le monde ira de l'avant et l'Europe se fera dépasser par les autres régions. Les conséquences pour les sociétés qui nous intéressent sont plutôt limitées. Leurs activités sont essentiellement internationales et un grand nombre d'entre elles réalisent le gros de leurs revenus en dehors de l'Europe. En revanche, pour les économies nationales et donc, dans une certaine mesure, les entreprises d'envergure nationale, les conséquences sont plus lourdes.

Nous avons bon espoir que la question du Brexit se règle de façon plus harmonieuse que ce à quoi on peut actuellement s'attendre. Les risques découlant du Brexit et de l'agitation politique en Europe continentale retomberaient alors au niveau de difficultés locales de faible ampleur. Le principal problème macroéconomique à venir sera de déterminer à quel stade en est le cycle économique ; selon nous, la faiblesse actuelle devrait commencer à se dissiper d'ici au milieu de 2019. Bien que la période actuelle de publication des résultats débute à peine, il semble que le gros des

révisions à la baisse des bénéfices se soit produit aux troisième et quatrième trimestres de 2018, ce qui justifie un certain optimisme.

En conclusion, le contexte économique actuel convient bien à notre approche. Les entreprises aux facteurs économiques stables et relativement peu tributaires de l'économie intérieure européenne

devraient continuer de voir le cours de leurs actions traduire leur bonne tenue. Les actions cycliques présentent un risque, mais leurs évaluations ont chuté depuis juin dernier ; la politique européenne demeure un sujet d'inquiétude, mais les préoccupations s'atténueront si le Brexit se déroule en douceur. Comme une grande partie des

échanges commerciaux de l'Europe sont internationaux, la région dépend fortement des relations entre les États-Unis et la Chine. Il est probable que les rapports entre les deux premières économies mondiales seront, en fin de compte, le facteur déterminant pour l'économie européenne au cours de l'année à venir.

# PERSPECTIVES RÉGIONALES – ASIE

## Chris Lai

Analyste, Actions asiatiques  
RBC Investment Management (Asia) Limited

Les marchés boursiers de la région Asie-Pacifique se sont redressés au cours de la période de trois mois terminée le 28 février 2019 et ont surpassé l'indice MSCI Monde. La reprise s'est prolongée en 2019 dans un climat d'optimisme quant à un possible règlement du différend commercial entre la Chine et les États-Unis, après que le président américain Donald Trump eut brandi la menace d'une augmentation des tarifs si aucun accord n'était conclu. Les marchés ont aussi bénéficié d'un renforcement des mesures de stimulation monétaire prises par la Chine pour combattre le ralentissement de son économie, ce qui a donné le signal d'un retour des capitaux de placement vers l'Asie, ainsi que de la baisse des cours du pétrole et de la perspective d'une réduction du nombre de hausses des taux d'intérêt aux États-Unis cette année. Le ralentissement du rythme d'augmentation des taux par la Réserve fédérale américaine (Fed) a soutenu le yen, ce qui a freiné les actions japonaises.

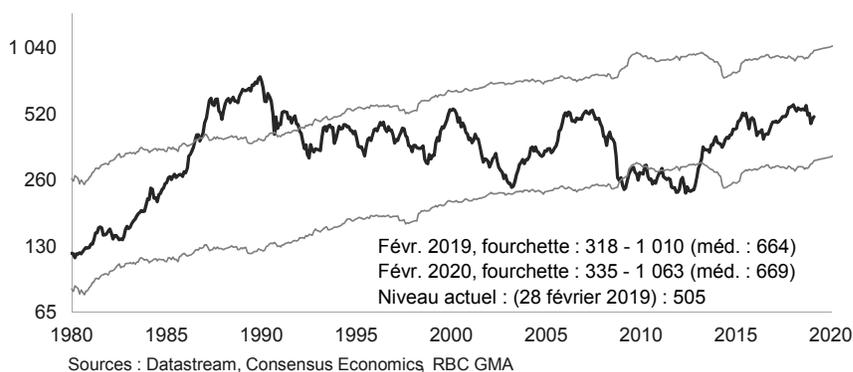
Les marchés les plus performants de la région ont été la Chine, Hong Kong et l'Australie. L'Inde et la Malaisie ont été à la traîne.

## Asie – Pondérations sectorielles recommandées

	Comité des stratégies de placement RBC GMA février 2019	Référence MSCI Pacifique février 2019
Énergie	3,0 %	3,5 %
Matières	5,5 %	6,5 %
Industrie	11,5 %	12,0 %
Consommation discrétionnaire	15,0 %	14,3 %
Consommation de base	6,5 %	6,3 %
Soins de santé	6,5 %	6,0 %
Services financiers	20,0 %	20,7 %
Technologie de l'information	13,5 %	12,6 %
Services de communications	10,5 %	9,8 %
Services publics	3,5 %	2,7 %
Immobilier	4,5 %	5,6 %

Source : RBC GMA

## Japon – Fourchette d'équilibre, indice Datastream Valorisations et bénéfices normalisés



## Japon

Les actions japonaises ont souffert des effets du ralentissement de la croissance économique mondiale sur la croissance des bénéfices, qui a chuté de 30 % en 2017 à 4 % en 2018. Au quatrième trimestre de 2018, l'activité économique a rebondi après avoir été perturbée

par des conditions météorologiques extrêmes et des catastrophes naturelles au cours de la période de trois mois précédente. Malgré le ralentissement de la demande extérieure, l'économie japonaise, soutenue par la consommation intérieure, reste saine. Les entreprises continuent d'investir

dans l'automatisation pour pallier les pénuries de main-d'œuvre, tandis que l'économie bénéficie également des projets de construction liés à la tenue des Jeux olympiques d'été de Tokyo en 2020. Une hausse des taxes à la consommation prévue pour octobre 2019 devrait énormément stimuler la consommation durant la première partie de l'année en cours. La suppression récente des barrières à l'immigration, qui devrait atténuer les pénuries chroniques de main-d'œuvre découlant du vieillissement de la population, sera aussi un facteur favorable à l'économie.

Sur le plan de la politique monétaire, la Banque du Japon s'efforce comme toujours de stimuler l'inflation, dont la faiblesse persiste. Nous nous attendons à ce que la banque centrale maintienne une politique monétaire stable et accommodante, dans la mesure où la détérioration de la conjoncture mondiale ne lui laisse guère la possibilité de mettre fin à ses mesures de stimulation. En matière de commerce international, le Japon continue d'essayer de convaincre les États-Unis de ne pas relever leurs tarifs douaniers sur les automobiles japonaises. Il est probable que le Japon baissera ses tarifs sur le bœuf américain pour réduire son excédent commercial de 69 milliards de dollars US par rapport aux États-Unis.

## Asie-Pacifique hors Japon

Les marchés asiatiques ont connu une reprise à la toute fin de 2018 et au début de 2019, récupérant ainsi une partie des pertes essuyées au quatrième trimestre, les investisseurs ayant commencé à intégrer la possibilité que la Fed ne relève son taux de référence qu'une seule fois en 2019, alors que l'on prédisait précédemment jusqu'à quatre hausses. Toutefois, la crainte de voir les économies asiatiques continuer de perdre de la vitesse a tempéré l'optimisme suscité par la perspective d'une baisse des taux et des tensions commerciales. La faiblesse globale de la demande et une chute des exportations faisant suite à une accélération des commandes causée par la crainte d'imposition de tarifs nous font entrevoir un ralentissement de la croissance au premier semestre. Cela dit, un redressement de la croissance au second semestre de 2019 est à prévoir en raison des nouvelles mesures de stimulation monétaire prises par la Chine, de l'attitude accommodante de la Fed et de la baisse des prix des marchandises. La reprise au second semestre sera selon nous particulièrement marquée dans les économies les plus ouvertes aux échanges internationaux, comme celles de Hong Kong, de la Corée du Sud, de Taïwan et de la Chine. La région demeure exposée à un risque important de corrections sur le marché immobilier, notamment à

Hong Kong, en Chine et en Corée du Sud.

En Chine, le ralentissement actuel de l'économie pourrait inciter Beijing à prendre des mesures plus énergiques au second semestre. La Banque populaire de Chine essaie de stimuler l'activité de prêt, notamment en réduisant le niveau des réserves que les banques sont tenues de conserver à la banque centrale. À notre avis, ces mesures de politique monétaire ne suffiront pas à relancer l'économie. Beijing dispose de trois autres options pour soutenir la croissance économique : réduire encore les taxes à la valeur ajoutée et l'impôt des sociétés, dévaluer légèrement sa monnaie à raison de 7 renminbis pour 1 dollar américain pour donner un coup de pouce aux exportations, ou assouplir les restrictions imposées à l'achat de biens immobiliers tout en abaissant les taux hypothécaires.

Les actions indonésiennes ont offert un rendement inférieur lors des dernières semaines, mais l'amélioration régulière de la conjoncture macroéconomique devrait être propice à leur redressement. La croissance du PIB de l'Indonésie devrait atteindre 5,4 % en 2019, comparativement à 5,2 % en 2018. L'expansion est soutenue par l'accélération de la consommation, la faiblesse de l'inflation, la baisse du chômage, les dépenses liées aux élections imminentes et l'augmentation des budgets alloués à l'aide sociale

des ménages à faible revenu. La popularité du président Jokowi restant élevée, il devrait remporter une majorité supérieure à celle qu'il avait obtenue aux élections de 2014.

En Inde, nous nous attendons à un ralentissement de la croissance économique et à une accentuation des tensions politiques. Les mesures prises pour réduire le déficit budgétaire du pays en freinant la consommation et les dépenses d'investissement ont abouti à une baisse de la croissance du PIB. Cependant, le risque d'accélération de l'inflation s'est estompé à cause de la baisse des cours du pétrole brut et du ralentissement de la consommation. Par conséquent,

la probabilité de voir la Banque de réserve de l'Inde resserrer sa politique monétaire a diminué. Sur le plan politique, la stabilité du gouvernement préoccupe de plus en plus les investisseurs, alors qu'à l'approche des élections nationales, qui doivent avoir lieu le mois prochain, le parti au pouvoir a perdu des sièges lors de récentes élections d'États.

En Australie, les prix des habitations ont baissé après une longue période de hausse des prix alimentée par la faiblesse des taux d'intérêt et l'immigration. Bien que cette baisse des prix ait eu une incidence négative sur la confiance des consommateurs, les pertes sur prêts douteux ne

devraient pas augmenter dans la mesure où le marché du travail reste solide et où les banques ont réduit leurs prêts aux spéculateurs immobiliers. Une enquête officielle sur les manquements dans le secteur des services financiers a entraîné des conséquences pour les sociétés de gestion de patrimoine, mais a relativement épargné les banques et les compagnies d'assurance. Les sociétés de gestion de patrimoine devront composer avec l'interdiction de commissions controversées, une limitation des honoraires de conseil et une surveillance accrue des organismes de réglementation.

# PERSPECTIVES RÉGIONALES – MARCHÉS ÉMERGENTS

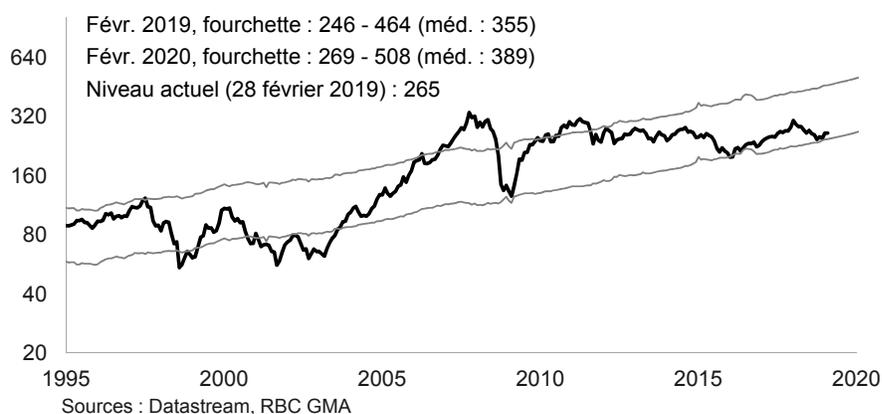
## Laurence Bensafi, CFA

Chef déléguée et gestionnaire de portefeuille  
RBC Global Asset Management (UK) Limited

Nous faisons preuve d'un optimisme prudent au sujet des actions des marchés émergents et nous ne croyons pas que les rendements de 2019 suivront l'évolution observée en 2018, soit l'atteinte d'un sommet à la fin de janvier suivi d'un effondrement pendant la majeure partie du reste de l'année.

Cet optimisme prudent découle principalement de trois raisons : les valorisations sont plus intéressantes depuis le recul de 15 pour cent de l'indice MSCI Marchés émergents en 2018, tandis que le bénéfice par action a gagné près de 10 pour cent ; les monnaies de marchés émergents sont beaucoup plus abordables qu'il y a un an ; les entrées de capitaux de placement ont commencé à augmenter, car les investisseurs vendent leurs actions américaines et en investissent le produit dans les marchés émergents. Nous nous attendons à un redressement de certains des pays émergents et secteurs les moins performants, comme la Turquie, la Chine et l'Afrique du Sud, ou la consommation discrétionnaire et l'immobilier. Les progrès accomplis dans les négociations commerciales entre la Chine et les États-Unis sont aussi encourageants.

## Marchés émergents – Fourchette d'équilibre, indice Datastream Valorisations et bénéfices normalisés



La période de trois mois terminée le 28 février 2019 a été marquante pour les actions de marchés émergents, l'indice de référence ayant rebondi de plus de 10 pour cent à la suite de l'importante liquidation d'octobre. Les actions de marchés émergents étaient considérées comme survendues, et le délaissement des actions américaines a amplifié l'important rebond de janvier 2019, survenu après que la volatilité eut entraîné d'autres pertes pour les actions mondiales en décembre.

Jusqu'au début de novembre 2018, la Réserve fédérale américaine (Fed) avait durci le ton, et le resserrement de la politique monétaire aux États-Unis et en Chine était l'un des principaux facteurs du faible rendement des actions de marchés émergents, car il pesait sur les monnaies et les marchés boursiers des pays les plus fragiles. Toutefois,

la Fed a considérablement adouci le ton depuis, ce qui a favorisé les marchés émergents et signale une importante révision des perspectives pour le dollar US et son lien avec les monnaies de marchés émergents. Cet adoucissement de la Fed rend aussi plus attrayantes les monnaies des pays affichant les déficits courants les plus élevés.

Sans grande surprise, l'année 2018 s'est avérée décevante au chapitre des capitaux de placement, étant donné que l'euphorie soulevée par le rebond de janvier s'est rapidement dissipée et que les sorties de capitaux ont été constantes jusqu'en octobre. Les entrées de capitaux ont repris et les afflux dans les marchés émergents découlant de ventes d'actions américaines se sont élevés à près de 80 milliards de dollars US durant la période de trois mois terminée en janvier. Nous notons que

la majeure partie des capitaux sortant des États-Unis ont été investis dans des FNB, ce qui laisse supposer que les investisseurs ne sont peut-être pas convaincus du redressement.

L'indice boursier des marchés émergents reste très intéressant sur le plan des valorisations, même à la suite des récents gains, car le repli de l'an dernier a fait dégringoler le ratio cours-bénéfice de 16 à tout juste au-dessus de 12, soit bien en deçà de la moyenne à long terme. Le ratio cours/valeur comptable des actions de marchés émergents les rend aussi plus attrayantes qu'il y a un an, compte tenu de l'amélioration des rendements des capitaux propres.

Même si dans l'ensemble, nos perspectives pour les actions de marchés émergents sont positives, nous constatons certaines révisions à la baisse des bénéfiques, particulièrement dans les secteurs de la technologie de l'information et des services de communications, ainsi que dans certains segments des secteurs de la consommation de base (surtout en Chine) et de la consommation discrétionnaire (principalement dans le secteur de l'automobile en Chine et en Corée du Sud). Globalement, ces reculs se sont élevés à 5 pour cent depuis septembre 2018, et les prévisions moyennes de croissance du BPA sont actuellement de 5,8 pour cent pour 2019. L'incertitude entourant les révisions à la baisse se concentre

sur deux facteurs : la technologie et la Chine. Le matériel informatique (semi-conducteurs) et les services (commerce en ligne et jeux) ont connu d'importantes révisions à la baisse. Alors que la faiblesse est en partie liée au ralentissement économique en Chine, le marché quelque peu saturé des téléphones intelligents à l'échelle mondiale et le fait que le prix de certains nouveaux modèles a été trop élevé, ce qui a entraîné des ventes décevantes, sont d'autres causes possibles.

En ce qui a trait aux bénéfiques pour 2019, la croissance de 5,8 pour cent prévue semble plutôt faible, mais ce chiffre s'explique en grande partie par la baisse de 20 pour cent attendue pour le secteur de la technologie de l'information. Ce secteur représente près de 15 pour cent de l'indice, même après le transfert des sociétés de jeux et de commerce en ligne au nouveau secteur des services de communications.

L'énergie (8 pour cent de l'indice des marchés émergents) devrait inscrire une croissance limitée, mais les prévisions seront revues à la hausse si les prix du pétrole poursuivent leur redressement. Tous les autres secteurs affichent un potentiel de croissance attrayant, particulièrement les services publics, les secteurs de la consommation et l'immobilier. La valorisation des marchés émergents semble intéressante

dans l'ensemble, à condition que les révisions à la baisse dans le secteur de la technologie de l'information soient en grande partie chose du passé.

Nous restons prudents au sujet des changements politiques au Brésil, en Afrique du Sud et en Inde et, malgré les récents progrès sur le plan des négociations commerciales, nous craignons que les tensions relatives aux échanges commerciaux entre les États-Unis et la Chine puissent entraîner une liquidation sur les marchés émergents à un moment ou à un autre. Il est difficile de prévoir l'issue des élections nationales en Inde ; il se peut de plus en plus que le premier ministre en poste, Narendra Modi, perde le pouvoir si un adversaire à sa mesure est nommé. Au Brésil, nous sommes optimistes en ce qui a trait aux répercussions économiques de l'arrivée d'un gouvernement favorable aux entreprises et de son programme, qui prévoit la privatisation de la plupart des entreprises d'État, la réforme du système de pensions, l'ouverture du pays aux investissements étrangers et la réduction du taux d'imposition des sociétés, qui passerait de 34 pour cent à près de 15 pour cent. La réforme des pensions sera cruciale, car les dépenses consacrées à la sécurité sociale ont presque doublé en pourcentage du PIB au cours des 20 dernières années, même si la population du

pays est relativement jeune. Environ 10 pour cent de la population du Brésil est âgée de plus de 65 ans, comparativement à 38 pour cent au Japon. Pourtant, les dépenses en sécurité sociale des deux pays sont presque équivalentes.

La Chine reste le principal marché émergent, tant pour l'importance de son économie que de celle de son

marché boursier. Celui-ci représente maintenant 31 pour cent de l'indice MSCI, comparativement à 18,5 pour cent en 2013 et à moins de 1 pour cent il y a 20 ans. En 2018, le marché boursier chinois a cédé 19 pour cent et s'est classé parmi les pires marchés émergents, principalement en raison du resserrement de la liquidité, de certains changements de

réglementation dans le secteur des jeux et des tensions commerciales avec les États-Unis. En outre, les ventes d'automobiles ont reculé pour la première fois depuis 2008. Dans l'ensemble, nous croyons toutefois que le marché chinois a fait l'objet d'une survente en 2018 et que sa valorisation actuelle est attrayante.

# COMITÉ DES STRATÉGIES DE PLACEMENT RBC GMA

## Membres



**Daniel E. Chornous, CFA**

Chef des placements  
RBC Gestion mondiale d'actifs

Président, Comité des stratégies de placement RBC GMA

Dan Chornous est le chef des placements de RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. Le total des actifs sous gestion de ce groupe se chiffre à environ 430 milliards de dollars\*. M. Chornous est chargé de l'orientation générale de la politique de placement et de la gestion des fonds. En outre, il préside le Comité des stratégies de placement RBC GMA, le groupe chargé des recommandations générales de répartition de l'actif et de l'établissement des portefeuilles de titres à revenu fixe et d'actions destinés aux principaux groupes clients de RBC Gestion de patrimoine, qui comprennent les fonds communs de placement de détail, Gestion internationale de patrimoine, RBC Dominion valeurs mobilières Inc. et RBC Phillips, Hager & North Services-conseils en placements inc. Il siège également au Conseil d'administration de la Canadian Coalition for Good Governance et en préside le comité des affaires publiques. Avant son arrivée à RBC Gestion d'Actifs en novembre 2002, M. Chornous était premier directeur général, Recherche sur les marchés des capitaux ainsi que stratège en chef à RBC Marchés des Capitaux. À ce titre, il était responsable de l'élaboration des prévisions de la société pour les économies et les marchés financiers au Canada et ailleurs, de même qu'il dirigeait les équipes d'analyse technique, quantitative et économique de la société à l'échelle mondiale.

\* ASG en CAD au 30 janvier 2019.



**Stephen Burke, PHD, CFA**

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

M. Burke est gestionnaire de portefeuille de titres à revenu fixe et chef, Recherche quantitative, à savoir l'équipe interne chargée de mettre au point des solutions de recherche quantitative facilitant la prise des décisions de placement partout dans l'entreprise. Il est aussi membre du Comité de répartition de l'actif de Phillips, Hager & North gestion de placements ltée (PH&N). Il est entré au service de l'entreprise en 2002. Au début de sa carrière, M. Burke a travaillé pendant six ans pour une société de conseil en placement, où il est rapidement devenu associé et gestionnaire de portefeuilles de titres à revenu fixe. Il s'est ensuite retiré deux ans pour entreprendre un doctorat en finance, qu'il a obtenu aux termes des trois années suivantes tout en exerçant les fonctions de gestionnaire de portefeuilles de titres à revenu fixe pour une société de fonds communs de placement. M. Burke a obtenu le titre d'analyste financier agréé (CFA) en 1994.



**Dagmara Fijalkowski, MBA, CFA**

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

En qualité de chef, Titres mondiaux à revenu fixe et devises à RBC Gestion mondiale d'actifs, M<sup>me</sup> Fijalkowski dirige des équipes de placement situées à Toronto, à Londres et à Minneapolis. Ces équipes gèrent environ 100 milliards de dollars d'actifs en titres à revenu fixe. En tant que gestionnaire de portefeuille, M<sup>me</sup> Fijalkowski supervise plusieurs fonds d'obligations et gère des programmes de couverture du risque de change et de gestion transversale des positions de change pour plusieurs fonds. M<sup>me</sup> Fijalkowski préside le Comité stratégique de placement des titres à revenu fixe. Elle est aussi membre du Comité de la politique de placement, qui détermine la composition de l'actif pour les produits de placement équilibrés et multistratégiques, et du Comité des stratégies de placement RBC. En 2016, elle a été nommée au comité de direction de RBC GMA. M<sup>me</sup> Fijalkowski a débuté dans le secteur des placements en 1994. Elle est titulaire d'une maîtrise en administration des affaires de la Richard Ivey School of Business (Canada) et d'une maîtrise en économie de l'Université de Lodz en Pologne. M<sup>me</sup> Fijalkowski détient aussi le titre d'analyste financière agréée (CFA) depuis 1997.



**Stuart Kedwell, CFA**

Premier v.-p. et premier  
gestionnaire de portefeuille  
RBC Gestion mondiale d'actifs

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-conseil 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

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 et à l'extérieur de RBC GMA. Avant de se joindre à RBC GMA au début de 2011, il a passé six ans dans une importante société de valeurs mobilières, dont les quatre dernières années en tant qu'économiste en chef et stratège, Taux d'intérêt. Auparavant, il avait travaillé comme économiste pour une grande banque canadienne et comme économiste-chercheur pour un organisme du gouvernement fédéral.



**Hanif Mamdani**

**Chef des placements alternatifs**  
RBC Gestion mondiale d'actifs

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.



**Martin Paleczny, CFA**

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

Martin Paleczny, qui œuvre 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.



**Sarah Riopelle, CFA**

**Vice-présidente et première gestionnaire de portefeuille**  
RBC Gestion mondiale d'actifs

Depuis 2009, Sarah Riopelle est responsable de la gestion de la gamme de solutions de portefeuille RBC. M<sup>me</sup> Riopelle est membre du Comité des stratégies de placement RBC GMA, qui établit la stratégie globale de l'entreprise, et du Comité de la politique de placement de RBC GMA, responsable de la stratégie de placement et de la répartition tactique d'actif des produits équilibrés et des solutions de portefeuille des fonds RBC. En plus d'assumer son rôle de gestion de fonds, elle collabore étroitement avec le chef des placements de l'entreprise dans le cadre de divers projets, et elle cogère l'équipe d'analystes des Marchés boursiers mondiaux.



**William E. (Bill) Tilford**

**Chef, placements quantitatifs**  
RBC Gestion mondiale d'actifs

M. Tilford est chef, Placements quantitatifs, à RBC Gestion mondiale d'actifs et est responsable de l'élargissement des ressources de la société en placements quantitatifs. Avant d'entrer au service de RBC GMA en 2011, M. Tilford occupait le poste de vice-président et chef des Titres de sociétés – marché mondial dans une société d'État, où il était membre du comité sur les placements. Il assumait notamment la responsabilité des programmes de sélection des titres parmi les actions mondiales et les titres de créance d'entreprises à l'aide des analyses fondamentale et quantitative. Il a également géré l'un des plus grands portefeuilles neutres par rapport au marché et de superposition. M. Tilford a auparavant travaillé pendant 12 ans dans une grande société de gestion d'actifs au Canada. En tant qu'associé, il a contribué à y former une équipe des placements quantitatifs gérant des fonds de base, des fonds à style prépondérant et d'autres fonds canadiens et américains. Il œuvre dans le secteur des placements depuis 1986.



**Milos Vukovic, CFA**

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

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. Il siège au conseil d'administration de la Buy-Side Investment Management Association du Canada et du Canadian Advocacy Council du CFA Societies Canada. Il s'est récemment joint au comité consultatif sur la structure du marché de l'OCRCVM (IIROC's Market Structure Advisory Committee).



**Brad Willock, CFA**

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

En juillet 2002, Brad Willock a joint 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 gestionnaire de portefeuille, Actions asiatiques, RBC Investment 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.

### › Dominic Wallington

Chef, Actions européennes, et premier gestionnaire de portefeuille, 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

### › Suzanne Gaynor

V.-p. et 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

Ce rapport a été fourni par RBC Gestion mondiale d'actifs (RBC GMA) à titre informatif seulement et ne peut être reproduit, distribué ou publié sans le consentement écrit de RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. (RBC GMA Inc.). Au Canada, ce rapport est fourni par RBC GMA Inc. (dont Phillips, Hager & North gestion de placements). Aux États-Unis, ce rapport est fourni par RBC Global Asset Management (U.S.) Inc., un conseiller en placement agréé par le gouvernement fédéral. En Europe, ce rapport est fourni par RBC Global Asset Management (UK) Limited, qui est agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority du Royaume-Uni. En Asie, ce document est fourni par RBC Investment Management (Asia) Limited aux investisseurs professionnels et institutionnels et aux grossistes. Il ne vise pas les investisseurs du secteur détail. RBC Investment Management (Asia) Limited est inscrite auprès de la Securities and Futures Commission (SFC) de Hong Kong. Tous les fonds ou stratégies mentionnés dans ce document ne sont pas enregistrés à Hong Kong, en Chine, à Singapour, en Corée ou à Taïwan et ne doivent pas y être vendus, émis ou offerts. Ce document ne vise aucunement à commercialiser, à offrir, à émettre ou à vendre ces fonds ou ces stratégies dans ces pays. Tous les fonds ou stratégies mentionnés dans ce document ne sont pas enregistrés à Hong Kong, en Chine, à Singapour, en Corée ou à Taïwan et ne doivent pas y être vendus, émis ou offerts. Ce document ne vise aucunement à commercialiser, à offrir, à émettre ou à vendre ces fonds ou ces stratégies dans ces territoires.

RBC GMA est la division de gestion d'actifs de Banque Royale du Canada (RBC) qui regroupe RBC GMA Inc., RBC Global Asset Management (U.S.) Inc., RBC Global Asset Management (UK) Limited, RBC Investment Management (Asia) Limited, et BlueBay Asset Management LLP, qui sont des filiales distinctes mais affiliées de RBC.

Ce rapport 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. Vous trouverez des précisions sur RBC GMA à [www.rbcgma.com](http://www.rbcgma.com).

Le présent rapport 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. Le processus de placement décrit dans ce rapport peut changer avec le temps. Les caractéristiques mises de l'avant dans ce rapport visent à dresser un portrait général des critères utilisés dans la sélection des titres détenus dans les portefeuilles des clients. Les placements des portefeuilles des clients ne satisferont pas toujours tous ces critères. RBC GMA prend des mesures raisonnables pour fournir des renseignements à jour, exacts et fiables, et croit qu'ils le sont au moment de leur impression. 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.

Tout renseignement prospectif sur les placements ou l'économie contenu dans le présent rapport a été obtenu par RBC GMA auprès de plusieurs sources. Les renseignements obtenus de tiers sont jugés fiables, mais ni RBC GMA, ni ses sociétés affiliées, ni aucune autre personne n'en garantissent explicitement ou implicitement l'exactitude, l'intégralité ou la pertinence. RBC GMA et ses sociétés affiliées n'assument aucune responsabilité à l'égard des erreurs ou des omissions.

Les opinions et les estimations que renferme le présent rapport représentent le jugement de RBC GMA au 15 mars 2019 et peuvent être modifiées sans préavis ; elles sont fournies de bonne foi, mais n'impliquent aucune responsabilité légale. Les taux d'intérêt et les conditions du marché peuvent changer.

Les rendements sont estimés à des fins d'illustration seulement et ne constituent en aucun cas des prévisions. Le rendement peut être supérieur ou inférieur à celui indiqué, et peut varier considérablement à plus court terme. Il est impossible d'investir directement dans un indice non géré.

## **Note sur les énoncés prospectifs**

Le présent rapport peut contenir des déclarations prospectives au sujet des rendements futurs, stratégies ou perspectives, ainsi que sur les mesures qui pourraient être prises. L'emploi des modes conditionnel ou futur et des termes « pouvoir », « se pouvoir », « devoir », « s'attendre à », « soupçonner », « prévoir », « croire », « planifier », « anticiper », « évaluer », « avoir l'intention de », « objectif » ou d'expressions similaires permet de repérer les déclarations prospectives. Les déclarations prospectives ne garantissent pas le rendement futur. Les déclarations prospectives comportent des incertitudes et des risques inhérents quant aux facteurs économiques généraux, de sorte qu'il se peut que les prédictions, les prévisions, les projections et les autres déclarations prospectives ne se réalisent pas. Nous vous recommandons de ne pas vous fier indûment à ces déclarations, puisqu'un certain nombre de facteurs importants pourraient faire en sorte que les événements ou les résultats réels diffèrent considérablement de ceux qui sont mentionnés, explicitement ou implicitement, dans les déclarations prospectives. Ces facteurs comprennent notamment les facteurs généraux d'ordre économique et politique ou liés au marché du Canada, des États-Unis et du monde entier, les taux d'intérêt et les taux de change, les marchés mondiaux des actions et des capitaux, la concurrence, les évolutions technologiques, les changements législatifs et réglementaires, les décisions judiciaires et administratives, les actions en justice et les catastrophes. La liste de facteurs essentiels ci-dessus, qui peut avoir une incidence sur les résultats futurs, n'est pas exhaustive. Avant de prendre une décision de placement, nous vous invitons à prendre en compte attentivement ces facteurs et les autres facteurs pertinents. Toutes les opinions contenues dans les déclarations prospectives peuvent être modifiées sans préavis et sont fournies de bonne foi, mais sans responsabilité légale.



**Gestion  
mondiale d'actifs**

100538 (03/2019)

® / <sup>MC</sup> Marque(s) de commerce de la Banque Royale du Canada.  
Utilisation sous licence. © RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. 2019