

RBC Gestion mondiale d'actifs

Regard sur les placements mondiaux

Comité des stratégies de placement RBC GMA



ÉTÉ 2021



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

3 Sommaire

Regard sur les placements mondiaux

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

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

6 Prévisions économiques et des marchés financiers

Comité des stratégies de placement RBC GMA

7 Répartition de l'actif recommandée

Comité des stratégies de placement RBC GMA

12 Rendement des marchés financiers

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

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

16 Perspectives économiques

La reprise économique ravive les craintes d'une hausse de l'inflation

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

32 Perspectives des marchés

Le raffermissement de l'économie prolonge la progression des marchés

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

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

45 Marchés mondiaux des titres à revenu fixe

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.

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

51 Marchés des changes

Le dollar américain se déprécie et les devises cycliques devraient se démarquer

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.

Perspectives régionales

60 États-Unis

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

63 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.

66 Europe

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

68 Asie

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

70 Marchés émergents

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

72 Comité des stratégies de placement RBC GMA

Page intentionnellement laissée en blanc.

Sommaire

Eric Savoie, MBA, CFA

Stratégiste, Placements
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

Daniel E. Chornous, CFA

Chef des placements
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

La dernière vague de cas de COVID-19 s'affaiblit, ce qui permet aux gouvernements de relancer progressivement leurs économies. La vigueur de la croissance, l'augmentation des bénéfices des entreprises et le haut degré de confiance des investisseurs ont contribué au prolongement du marché haussier et propulsé les actions mondiales à des sommets inégalés.

Les opérations de vaccination stimulent l'économie

Dans bon nombre de pays développés, près de la moitié de la population est aujourd'hui vaccinée, et les campagnes de vaccination s'accroissent ailleurs. À mesure que la propagation de la COVID-19 ralentit et que les économies redémarrent progressivement, la demande longtemps contenue des consommateurs et des entreprises s'exprime, et les dommages permanents causés par la pandémie semblent jusqu'ici limités. D'après notre modèle du cycle économique, l'économie se situe toujours en début de cycle et aurait la capacité de continuer à progresser, mais nous remarquons que le cycle semble évoluer plus rapidement qu'à l'ordinaire. Nous conservons notre optimisme vis-à-vis de la trajectoire de l'économie ; nous prévoyons une croissance rapide en 2021, suivie d'une croissance plus lente, mais tout de même appréciable, en 2022. Cela dit, la hausse importante des attentes du marché modère quelque peu notre enthousiasme, car il devient plus difficile de les surpasser. Nos prévisions économiques sont majoritairement conformes ou légèrement supérieures aux prévisions générales. Notre positionnement est donc un peu moins ambitieux qu'au cours des trimestres précédents.

Les risques qui menacent nos perspectives positives

Divers risques pourraient tempérer le caractère favorable de notre scénario de base. La propagation du variant indien, extrêmement contagieux,

provoquerait de nouvelles vagues d'infections semblables à la flambée de cas survenue au printemps, attribuable au variant britannique hautement contagieux. Il se peut aussi que nous expérimentions des conséquences budgétaires en 2022, en raison de la fin de plusieurs initiatives en matière de dépenses, et que la confiance des investisseurs s'amenuise si les banques centrales envisagent le retrait de la stimulation monétaire. Un autre risque important est lié à la hausse de l'inflation. Même si nous estimons que cette hausse est en grande partie temporaire, une montée persistante de l'inflation diminuerait le pouvoir d'achat, augmenterait les coûts d'emprunt et pousserait les banques centrales à durcir le ton.

L'accentuation des pressions sur les prix accroît l'inflation

Les effets de base, la vigueur des prix des marchandises et des facteurs comme les pénuries de conteneurs et de puces informatiques contribuent à la hausse de l'inflation, qui s'accroît actuellement dans un certain nombre de pays. Nous nous attendons à ce que l'inflation soit élevée au cours des prochains mois, et qu'elle s'établisse à un niveau légèrement supérieur à la moyenne à long terme au cours des prochaines années, mais nous pensons que l'inflation se situera dans la moyenne ou légèrement en deçà de celle-ci à long terme. Les mesures d'aide financière ont incité de nombreux Américains à ouvrir leurs goussets pour acquérir des biens durables tels que des automobiles et des maisons, ce qui a fait grimper les prix. Cela dit, les

tendances de la demande devraient, au moins partiellement, revenir à ce qu'elles étaient avant, à mesure que les conséquences de la pandémie s'estomperont. Toutefois, plusieurs scénarios sont malheureusement susceptibles de se solder par une période d'inflation relativement élevée. La hausse des anticipations inflationnistes pourrait alimenter l'inflation, ce qui entraînerait la formation d'une spirale prix-salaires ou d'un supercycle des marchandises. Reléguée à l'arrière-plan au cours des dix dernières années, l'inflation revient aujourd'hui au centre des préoccupations.

La tendance baissière du dollar persistera

Nous estimons que le marché baissier du dollar américain qui a commencé l'an dernier se poursuivra encore quelques années. Si les monnaies évoluent souvent en fonction de cycles qui les font passer de surévaluées à sous-évaluées, le dollar demeure néanmoins solide, malgré la faiblesse qu'il a montrée au cours des 12 derniers mois. Les mesures de stimulation monétaire et budgétaire mises en place par les États-Unis favorisent la tendance à la baisse. Nous sommes d'avis que les périodes de vigueur cycliques, comme celle qui a été observée lors du premier trimestre de cette année, offrent une bonne occasion de structurer les portefeuilles en prévision de nouvelles baisses du dollar américain. Les premiers stades d'un marché baissier du billet vert favoriseront toutes les monnaies, mais les monnaies

cycliques, comme le dollar canadien, ont le plus à gagner dans le cadre de la reprise économique mondiale en cours. Globalement, les devises des marchés émergents devraient aussi remonter, mais l'examen des risques propres à chacun de ces pays est nécessaire afin d'éviter la contre-performance de certaines monnaies.

Les taux obligataires stagnent après une augmentation marquée en début d'année

Comme le marché obligataire tenait déjà compte des bonnes nouvelles liées aux vaccins, de la réouverture des économies et du raffermissement de l'inflation à la fin de 2020 et au début de 2021, il y a eu peu de motifs susceptibles d'entraîner une hausse des taux au cours du dernier trimestre. Durant les trois derniers mois, les taux obligataires se sont maintenus dans une fourchette, après être remontés à leurs niveaux d'avant la pandémie en début d'année. Nos modèles indiquent que le risque élevé d'évaluation, qui menaçait le marché des obligations d'État au début de la pandémie, a été grandement atténué par la flambée des taux obligataires de la dernière année. Lorsque l'incidence de la pandémie aura diminué, nous pourrions nous retrouver avec des taux réels (déduction faite de l'inflation) se situant entre 0 % et 1 %, et une prime d'inflation de 2 % pour les obligations du Trésor américain. Si ces hypothèses se révèlent exactes, le taux des obligations d'État américaines à dix ans pourra difficilement s'élever au-delà de 2 % ou 3 % à moyen ou long terme. À court terme, nous nous

attendons à ce que les taux culminent à environ 1,75 % au courant de la prochaine année et, par conséquent, à ce que les obligations d'État produisent des rendements faibles.

Les actions grimpent à des sommets sans précédent sous l'impulsion de la hausse des bénéfiques

Les actions mondiales ont poursuivi leur progression au dernier trimestre, et les principaux indices boursiers ont atteint des niveaux records. La solide remontée des actions a poussé notre indicateur composite des valorisations boursières mondiales à son plus haut niveau depuis la période qui a précédé la crise financière de 2008-2009. Nous remarquons que la hausse des valorisations des actions reflète en grande partie la prépondérance des marchés américains dans notre modèle pondéré en fonction du PIB. Si l'indice S&P 500 semble cher à l'heure actuelle, il pourrait croître rapidement pour atteindre ces valorisations élevées puisqu'un redressement de l'économie stimule le chiffre d'affaires et le pouvoir d'établissement des prix, ce qui accroît les revenus et les bénéfiques, et entraîne un mouvement de hausse des bénéfiques pouvant durer plusieurs années. Beaucoup d'analystes se rendent compte que les bénéfiques remontent rapidement. Ainsi, les prévisions du bénéfice par action du S&P 500 ont augmenté de près de 10 % depuis le début de l'année. Nous en sommes venus à la conclusion que les actions américaines pourraient offrir des rendements respectables allant de 5 % à 10 %

si la confiance des investisseurs se maintient et que les bénéfices sont toujours au rendez-vous. Le potentiel de rendement s'améliore lorsque nous examinons des régions hors de l'Amérique du Nord, comme l'Europe, le Japon et les marchés émergents, où les valorisations sont plus intéressantes.

Composition de l'actif – Maintien de la surpondération des actions et de la sous- pondération des obligations

La reprise économique est stimulée par les facteurs cycliques favorables que sont les mesures colossales de relance monétaire et budgétaire, l'assouplissement des restrictions liées à la COVID-19 et les taux d'intérêt bas. Nous nous attendons à une forte croissance économique en 2021 et

l'an prochain, car la progression de l'économie s'accélère à un rythme permettant de soutenir une hausse appréciable des bénéfices des sociétés. Dans un tel contexte, nous estimons qu'une surpondération marquée des actions est adéquate. Rappelons que nous avons fait passer la pondération stratégique neutre des actions de 55 % à 60 % il y a plus d'un an, en raison des attentes de rendement extrêmement basses dans le segment des titres à revenu fixe. Nous croyons donc que les investisseurs qui détiennent des régimes d'épargne à long terme souhaiteront réduire leurs placements dans les obligations d'État qui produisent des rendements faibles, et augmenter la pondération des actions. Cela dit, la forte progression

des actions américaines au cours de la dernière année nous force à reconnaître que leurs valorisations sont élevées, et que l'écart entre la prime de risque des actions et celle des obligations s'est quelque peu rétréci. Nous avons donc réduit la surpondération des actions de 50 points de base depuis le dernier trimestre, en puisant uniquement dans les actions américaines, dont nous avons affecté le produit aux obligations. Pour un portefeuille mondial équilibré, nous recommandons actuellement la répartition de l'actif suivante : 64 % en actions (position stratégique neutre : 60 %), 35 % en titres à revenu fixe (position stratégique neutre : 38 %) 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*	
	Été 2021	Variation p.r. prév. Printemps 2021	Été 2021	Variation p.r. prév. Printemps 2021	Été 2021	Variation p.r. prév. Printemps 2021	Été 2021	Variation p.r. prév. Printemps 2021	Été 2021	Variation p.r. prév. Printemps 2021	Été 2021	Variation p.r. prév. Printemps 2021	Été 2021	Variation p.r. prév. Printemps 2021
PIB réel														
2020R	(3,49 %)		(5,40 %)		(6,74 %)		(9,83 %)		(4,74 %)		2,01 %		(1,40 %)	
2021E	6,40 %	0,40	6,10 %	0,90	4,60 %	(0,70)	6,00 %	(0,10)	3,10 %	(0,90)	9,00 %	Aucune	8,00 %	0,20
2022E	4,10 %	0,40	3,70 %	(0,20)	4,60 %	0,20	6,20 %	0,40	3,00 %	Aucune	5,50 %	Aucune	5,20 %	0,20
IPC														
2020R	1,25 %		0,75 %		0,25 %		0,85 %		(0,02 %)		2,49 %		3,37 %	
2021E	3,60 %	1,40	2,80 %	0,80	2,00 %	1,20	1,80 %	0,60	0,10 %	0,30	1,40 %	0,10	2,85 %	0,35
2022E	2,70 %	0,60	2,40 %	0,30	1,70 %	0,30	2,20 %	0,30	0,80 %	Aucune	2,50 %	0,10	3,15 %	0,25

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

Cibles (Comité des stratégies de placement RBC GMA)

	Mai 2021	Prévisions Mai 2022	Variation p.r. prév. Printemps 2021	Estimation rendement total sur un an* (%)
Marchés des devises c. USD				
USD-CAD	1,21	1,15	(0,03)	5,2
Euro-USD	1,22	1,30	Aucune	5,6
USD-Yen	109,58	103,00	4,00	6,2
Livre-USD	1,42	1,40	0,04	(1,5)
Marchés des titres à revenu fixe				
É.-U. – Taux des fonds fédéraux	0,13	0,13	Aucune	Aucune
É.-U. – Taux de l'obligation à 10 ans	1,59	1,75	0,45	0,2
Canada – Taux de financement à un jour	0,25	0,25	Aucune	Aucune
Canada – Taux de l'obligation à 10 ans	1,49	1,50	0,40	1,4
Zone euro – Taux des facilités de dépôt	(0,50)	(0,50)	Aucune	Aucune
Allemagne – Taux de l'obligation à 10 ans	(0,19)	(0,25)	0,10	0,5
Royaume-Uni – Taux de base	0,10	0,10	Aucune	Aucune
Royaume-Uni – Taux de l'obligation à 10 ans	0,80	0,70	0,20	1,7
Japon – Taux de financement à un jour	(0,03)	(0,10)	Aucune	Aucune
Japon – Taux de l'obligation à 10 ans	0,09	0,10	0,05	(0,0)
Marchés des actions				
S&P 500	4 204	4 350	425	4,9
S&P/TSX composé	19 731	20 200	1 700	5,0
MSCI Europe	148	158	15	9,9
FTSE 100	7 023	7 375	475	8,8
Nikkei	28 860	30 700	(1 300)	8,1
MSCI Marchés émergents	1 376	1 490	65	10,7

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

Source : RBC GMA

Répartition de l'actif recommandée

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

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

Chaque trimestre, le Comité des stratégies de placement RBC GMA publie une répartition de l'actif recommandée fondée sur notre opinion actuelle de

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

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

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

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

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

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

¹ Rendement moyen : Le rendement global moyen offert par la catégorie d'actif pour la période de 1981 à 2021, d'après les résultats mensuels.

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

Répartition de l'actif mondiale							
	Politique de référence	Fourchette permise	Été 2020	Automne 2020	Nouvel An 2021	Printemps 2021	Été 2021
Liquidités	2,0 %	0,0 % – 17,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %
Obligations	38,0 %	23,0 % – 53,0 %	38,0 %	37,0 %	34,5 %	34,5 %	35,0 %
Actions	60,0 %	35,0 % – 75,0 %	61,0 %	62,0 %	64,5 %	64,5 %	64,0 %

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

Répartition régionale							
Oblig. mondiales	IMOG* Mai 2021	Fourchette permise	Été 2020	Automne 2020	Nouvel An 2021	Printemps 2021	Été 2021
Amérique du Nord	41,7 %	30,8 % – 50,8 %	42,3 %	41,3 %	41,1 %	40,8 %	41,7 %
Europe	41,2 %	31,9 % – 51,9 %	39,0 %	36,0 %	41,0 %	36,9 %	46,2 %
Asie	17,1 %	7,3 % – 27,3 %	18,7 %	22,7 %	17,8 %	22,3 %	12,1 %

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

Actions mondiales	MSCI** Mai 2021	Fourchette permise	Été 2020	Automne 2020	Nouvel An 2021	Printemps 2021	Été 2021
Amérique du Nord	67,4 %	56,8 % – 76,8 %	65,7 %	65,4 %	66,0 %	65,3 %	65,7 %
Europe	15,6 %	5,6 % – 25,6 %	16,1 %	16,2 %	14,6 %	15,4 %	16,2 %
Asie	8,7 %	0,0 % – 19,3 %	10,7 %	9,8 %	10,6 %	10,4 %	9,4 %
Marchés émergents	8,3 %	0,0 % – 18,3 %	7,5 %	8,6 %	8,8 %	8,9 %	8,8 %

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** Mai 2021	CSP RBC GMA Printemps 2021	CSP RBC GMA Été 2021	Variation depuis le Printemps 2021	Pondération c. référence	
Énergie	3,04 %	2,37 %	2,04 %	(0,33)	67,1 %	
Matières	4,57 %	5,95 %	6,07 %	0,11	132,9 %	
Produits industriels	10,65 %	9,80 %	10,65 %	0,85	100,0 %	
Consommation discrétionnaire	12,13 %	14,42 %	14,13 %	(0,28)	116,5 %	
Produits de première nécessité	7,05 %	5,17 %	5,55 %	0,39	78,7 %	
Soins de santé	12,30 %	12,79 %	11,20 %	(1,60)	91,1 %	
Services financiers	13,80 %	12,88 %	14,80 %	1,92	107,2 %	
Technologie de l'information	21,54 %	24,34 %	23,34 %	(1,00)	108,4 %	
Services de communications	9,25 %	9,11 %	9,25 %	0,13	100,0 %	
Services publics	2,95 %	1,05 %	0,95 %	(0,11)	32,1 %	
Immobilier	2,73 %	2,12 %	2,03 %	(0,09)	74,4 %	

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

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

Prudence élevée

Catégorie d'actif	Repère	Fourchette	Dernier trimestre	Recomm. actuelles
Liquidités ou équivalents	2 %	0-15 %	1,0 %	1,0 %
Revenu fixe	73 %	68-88 %	69,9 %	70,2 %
Total – liquidités et revenu fixe	75 %	60-90 %	70,9 %	71,2 %
Actions canadiennes	10 %	0-20 %	11,4 %	11,4 %
Actions américaines	8 %	0-18 %	9,2 %	8,9 %
Actions internationales	7 %	0-17 %	8,5 %	8,5 %
Marchés émergents	0 %	0 %	0,0 %	0,0 %
Total – actions	25 %	10-40 %	29,1 %	28,8 %
		Rendement	Volatilité	
Moyenne sur 40 ans		8,6 %	5,3 %	
Moyenne des 12 derniers mois		4,9 %	4,5 %	

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	Fourchette	Dernier trimestre	Recomm. actuelles
Liquidités ou équivalents	2 %	0-15 %	1,0 %	1,0 %
Revenu fixe	58 %	43-83 %	54,6 %	55,1 %
Total – liquidités et revenu fixe	60 %	45-75 %	55,6 %	56,1 %
Actions canadiennes	13 %	3-23 %	14,1 %	14,1 %
Actions américaines	15 %	5-25 %	16,5 %	16,0 %
Actions internationales	12 %	2-22 %	13,8 %	13,8 %
Marchés émergents	0 %	0 %	0,0 %	0,0 %
Total – actions	40 %	25-55 %	44,4 %	43,9 %
		Rendement	Volatilité	
Moyenne sur 40 ans		9,0 %	6,4 %	
Moyenne des 12 derniers mois		8,8 %	5,4 %	

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	Fourchette	Dernier trimestre	Recomm. actuelles
Liquidités ou équivalents	2 %	0-15 %	1,0 %	1,0 %
Revenu fixe	38 %	23-53 %	34,5 %	35,0 %
Total – liquidités et revenu fixe	40 %	25-55 %	35,5 %	36,0 %
Actions canadiennes	15 %	5-25 %	15,5 %	15,6 %
Actions américaines	25 %	15-35 %	26,5 %	25,9 %
Actions internationales	15 %	5-25 %	16,7 %	16,8 %
Marchés émergents	5 %	0-15 %	5,8 %	5,7 %
Total – actions	60 %	45-75 %	64,5 %	64,0 %
		Rendement	Volatilité	
Moyenne sur 40 ans		9,2 %	7,7 %	
Moyenne des 12 derniers mois		14,4 %	6,7 %	

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	Fourchette	Dernier trimestre	Recomm. actuelles
Liquidités ou équivalents	2 %	0-15 %	1,0 %	1,0 %
Revenu fixe	23 %	8-38 %	19,4 %	19,9 %
Total – liquidités et revenu fixe	25 %	10-40 %	20,4 %	20,9 %
Actions canadiennes	18 %	8-28 %	18,2 %	18,5 %
Actions américaines	30 %	20-40 %	31,5 %	30,8 %
Actions internationales	19 %	9-29 %	20,9 %	21,0 %
Marchés émergents	8 %	0-18 %	9,0 %	8,8 %
Total – actions	75 %	60-90 %	79,6 %	79,1 %
		Rendement	Volatilité	
Moyenne sur 40 ans		9,3 %	9,5 %	
Moyenne des 12 derniers mois		18,8 %	7,8 %	

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	Fourchette	Dernier trimestre	Recomm. actuelles
Liquidités ou équivalents	2 %	0-15 %	0,5 %	0,5 %
Revenu fixe	0 %	0-15 %	0,0 %	0,0 %
Total – liquidités et revenu fixe	2 %	0-17 %	0,5 %	0,5 %
Actions canadiennes	29 %	19-39 %	28,5 %	28,9 %
Actions américaines	38 %	28-48 %	38,0 %	37,4 %
Actions internationales	20 %	10-30 %	21,2 %	21,5 %
Marchés émergents	11 %	1-21 %	11,8 %	11,7 %
Total – actions	98 %	83-100 %	99,5 %	99,5 %
		Rendement	Volatilité	
Moyenne sur 40 ans		9,2 %	12,1 %	
Moyenne des 12 derniers mois		26,3 %	9,7 %	

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

Rendement des marchés financiers

Milos Vukovic, MBA, CFA

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

Aaron Ma, CFA

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

Le dollar américain s'est déprécié par rapport à plusieurs grandes devises au cours du trimestre clos le 31 mai 2021. L'alourdissement du déficit du compte courant et des déficits budgétaires des États-Unis et la reprise de l'économie mondiale, ainsi que l'engagement de la Réserve fédérale à conserver une politique monétaire expansionniste, ont exercé des pressions sur le dollar américain au cours de la période. Le billet vert a reculé de 5,2 %, de 1,9 % et de 1,3 %, respectivement, par rapport au dollar canadien, à l'euro et à la livre sterling ; en revanche, il a augmenté de 2,7 % par rapport au yen japonais. Le huard a été particulièrement vigoureux, profitant de l'amélioration de la situation économique au Canada et dans le monde, de la hausse des prix des marchandises et du fait que la Banque du Canada semble disposée à relever les taux d'intérêt avant ses pairs. Un optimisme comparable à l'égard de la croissance économique, attribuable à la levée des restrictions liées à la COVID-19 au Royaume-Uni et en Europe, a dynamisé ces devises. En revanche, le yen a souffert de l'augmentation du nombre de cas de COVID-19 et des restrictions en découlant, qui ont fait planer le risque d'une annulation des Jeux

olympiques d'été. Le dollar canadien, l'euro et la livre sterling ont aussi considérablement progressé par rapport au dollar américain sur un an, la monnaie unique et la livre inscrivant des gains respectifs de 9,2 % et de 13,1 %.

Les rendements des marchés mondiaux des titres à revenu fixe ont fait du surplace au dernier trimestre, car les taux ont été confinés dans une fourchette et ont peu varié dans un bon nombre des principaux marchés. Le taux des obligations du Trésor américain à dix ans a augmenté de seulement 19 points de base et s'est établi à 1,59 %, par comparaison à sa hausse de 57 points de base au trimestre précédent, étant donné que les attentes inflationnistes sont restées maîtrisées et que la hausse de l'emploi a été moins importante que prévu. Si l'on exclut le gain de 4,6 % de l'indice des obligations universelles FTSE Canada en dollars américains attribuable à l'appréciation du huard, les rendements ont varié entre -1,5 % pour l'indice japonais d'obligations gouvernementales FTSE et 0,24 % pour l'indice européen d'obligations gouvernementales FTSE. Les rendements sur un an ont aussi subi l'incidence des fluctuations des monnaies : ainsi, l'indice des obligations universelles FTSE Canada et l'indice européen d'obligations gouvernementales FTSE ont respectivement avancé de 12,1 % et de 9,7 %, alors que l'indice japonais d'obligations gouvernementales FTSE s'est replié de 2,2 %.

Les actions mondiales ont poursuivi leur progression vigoureuse, et de nombreux grands indices ont atteint des sommets records au dernier trimestre. Leur progression est attribuable au fait que les investisseurs ont concentré leur attention sur la vigueur de la reprise économique et l'amélioration des perspectives de bénéfices des sociétés. Tous les principaux marchés que nous surveillons ont évolué en territoire positif, en particulier l'indice composé S&P/TSX, qui a terminé premier, fort d'un rendement de 16,0 % en dollars américains. Les indices asiatiques se sont moins bien tirés d'affaire en raison notamment de l'augmentation du nombre de cas de COVID-19 dans certains pays et des mesures de répression de la Chine à l'endroit de ses géants de la technologie. De nombreux indices boursiers ont enregistré des gains impressionnants allant de 5 % à 15 %, mais l'indice MSCI Japon et l'indice MSCI Marchés émergents, au sein duquel la Chine est le pays le plus représenté, ont tiré de l'arrière avec des avancées respectives de 1,1 % et de 3,3 %. Au cours de la dernière année, les rendements des actions mondiales ont été exceptionnels, et les gains des indices ont varié entre 25 % pour l'indice MSCI Japon et 53 % pour l'indice composé S&P/TSX.

Au dernier trimestre, les actions des sociétés américaines à petite capitalisation ont marqué le pas, alors qu'elles dépassaient largement les actions de sociétés à moyenne et à grande capitalisation depuis

l'an dernier, ce qui indique peut-être que les gains faciles découlant du redémarrage de l'économie ont déjà été récoltés. L'indice S&P 500 a bondi de 10,7 %, tandis que les indices S&P 400 et S&P 600 ont augmenté de 9,6 % et de 7,6 %, respectivement. Les actions de valeur ont continué de surpasser les actions de croissance, en raison de l'amélioration de la demande

des consommateurs et de la confiance des investisseurs. L'indice de valeur Russell 3000 a affiché un gain de 12,5 %, soit presque le double de celui de l'indice de croissance Russell 3000 (6,3 %). Au cours du dernier trimestre, la progression des actions mondiales a été généralisée, et les 11 secteurs ont progressé. Le secteur de la technologie de l'information, fortement pondéré en

titres de croissance, a terminé dernier en obtenant un rendement de 5,1 %, tandis que le secteur de la finance, riche en titres de valeur, a mené la charge, grâce à un rendement de 15,4 %. Sur 12 mois, le secteur financier a produit le rendement le plus élevé, soit de 62,5 %, tandis que le secteur des services publics s'est classé dernier, en progressant de 16,1 %.

Taux de change
Périodes terminées le 31 mai 2021

	USD courant	3 mois (%)	Cumul ann. (%)	1 an (%)	3 ans (%)	5 ans (%)
USD-CAD	1,2070	(5,15)	(5,18)	(12,34)	(2,36)	(1,64)
USD-EUR	0,8178	(1,33)	(0,10)	(9,22)	(1,49)	(1,87)
USD-GBP	0,7039	(1,94)	(3,74)	(13,07)	(2,19)	0,39
USD-JPY	109,900	2,72	6,04	1,53	0,22	(0,23)

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

Canada
Périodes terminées le 31 mai 2021

	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	4,58	0,84	12,11	6,54	4,52	(0,81)	(1,72)	4,03

États-Unis
Périodes terminées le 31 mai 2021

	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	(0,04)	(2,41)	(0,36)	5,13	3,30	(5,19)	(12,65)	2,65
Ind. glob. RT obl. amér. BbgBarc ¹	(0,14)	(2,29)	(0,40)	5,06	3,25	(5,29)	(12,69)	2,58

Monde
Périodes terminées le 31 mai 2021

	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	0,05	(2,80)	3,63	4,37	3,08	(5,11)	(9,15)	1,91
FTSE Europe RG	0,24	(3,42)	9,65	4,68	3,54	(4,93)	(3,88)	2,21
FTSE Japon RG	(1,55)	(5,96)	(2,19)	0,21	0,15	(6,62)	(14,26)	(2,15)

Canada
Périodes terminées le 31 mai 2021

	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	15,99	20,69	52,66	13,18	12,15	10,01	33,83	10,51
S&P/TSX 60	16,79	21,73	51,55	13,75	12,82	10,77	32,85	11,07
S&P/TSX petites capitalisations	14,28	25,70	89,12	11,57	10,15	8,39	65,79	8,94

États-Unis
Périodes terminées le 31 mai 2021

	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	10,72	12,62	40,32	18,00	17,16	5,01	23,01	15,22
S&P 400 RG	9,60	18,81	56,77	13,71	14,62	3,95	37,43	11,03
S&P 600 RG	7,63	23,15	73,07	12,50	15,89	2,08	51,72	9,84
Russell 3000 valeur RG	12,55	18,98	46,34	12,75	12,43	6,74	28,29	10,09
Russell 3000 croissance RG	6,35	6,16	40,51	22,40	21,75	0,86	23,17	19,51
Nasdaq indice composé RG	4,41	6,98	45,95	23,88	23,93	(0,97)	27,95	20,96

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

Monde

Périodes terminées le 31 mai 2021

	USD					CAD		
	3 mois (%)	Cumul ann. (%)	1 an (%)	3 ans (%)	5 ans (%)	3 mois (%)	1 an (%)	3 ans (%)
<i>Marchés des actions : rendement global</i>								
MSCI Monde RG*	9,69	11,39	40,63	14,41	14,23	4,68	22,91	11,73
MSCI EAEO RG*	8,81	10,07	38,41	8,23	9,77	3,84	20,98	5,70
MSCI Europe RG*	12,27	13,35	42,52	8,91	9,64	7,13	24,57	6,36
MSCI Pacifique RG*	3,13	4,65	31,79	7,04	10,15	(1,58)	15,19	4,53
MSCI R.-U. RG*	11,56	15,29	36,46	2,39	5,44	6,46	19,27	(0,01)
MSCI France RG*	14,10	16,09	52,22	9,52	11,95	8,88	33,05	6,95
MSCI Allemagne RG*	10,91	11,07	42,44	7,08	9,38	5,84	24,50	4,57
MSCI Japon RG*	1,07	1,58	25,19	6,43	9,70	(3,55)	9,42	3,94
MSCI marchés émergents RG*	3,28	7,26	51,00	9,65	13,88	(1,44)	31,98	7,08

Secteurs d'actions mondiaux

Périodes terminées le 31 mai 2021

	USD					CAD		
	3 mois (%)	Cumul ann. (%)	1 an (%)	3 ans (%)	5 ans (%)	3 mois (%)	1 an (%)	3 ans (%)
<i>Secteur : rendement global</i>								
Énergie RG*	7,94	28,50	35,43	(7,77)	(0,31)	3,00	18,37	(9,93)
Matières RG*	13,59	16,07	55,95	13,14	15,70	8,39	36,30	10,49
Produits industriels RG*	12,18	14,00	50,17	12,08	13,35	7,05	31,25	9,45
Consommation discrétionnaire RG*	7,62	7,78	52,11	18,91	17,84	2,70	32,95	16,12
Produits de première nécessité RG*	13,04	5,51	21,45	11,09	7,33	7,87	6,15	8,48
Soins de santé RG*	8,55	6,72	17,86	15,17	11,85	3,58	3,02	12,47
Services financiers RG*	15,38	24,94	62,46	9,79	12,34	10,10	42,00	7,22
Technologie de l'information RG*	5,13	5,80	43,23	25,74	27,18	0,32	25,19	22,79
Services de communications RG*	8,59	13,98	43,67	20,92	10,91	3,63	25,58	18,09
Services publics RG*	10,27	2,75	16,11	10,91	8,45	5,23	1,48	8,31
Immobilier RG*	12,93	14,47	29,18	8,58	NA	7,76	12,91	6,03

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

Perspectives économiques

La reprise économique ravive les craintes d'une hausse de l'inflation

Eric Lascelles

Économiste en chef
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

La dernière vague de cas de COVID-19 s'affaiblit, ce qui permet aux gouvernements de relancer progressivement leurs économies (figure 1). Une excellente nouvelle, mais deux problèmes viennent assombrir le portrait. Premièrement, l'inflation a augmenté. Bien que cette hausse soit en grande partie temporaire, la situation est plus complexe qu'il y paraît. Si elle dure, une inflation persistante et élevée causerait des dommages du fait de l'érosion du pouvoir d'achat qui en découlerait, les banques centrales resserreraient leurs politiques et les coûts d'emprunt augmenteraient. Deuxièmement, le variant indien de la COVID-19 est extrêmement contagieux et pourrait provoquer d'autres vagues, comme l'avait fait au printemps, à certains endroits, le variant britannique, lui aussi très contagieux.

Malgré ces risques, nous demeurons raisonnablement optimistes quant à la trajectoire que suivront l'économie et les marchés au cours de la prochaine année (figure 2). L'inflation élevée devrait s'atténuer substantiellement, mais pas complètement, au cours du deuxième semestre de l'année. Dans bon nombre de pays développés, près de la moitié de la population est aujourd'hui vaccinée, et les campagnes de vaccination s'accroissent ailleurs. Voilà qui devrait limiter les futures vagues de contamination. La demande

Figure 1 : Le nombre de cas et de décès liés à la COVID-19 à l'échelle mondiale est en baisse

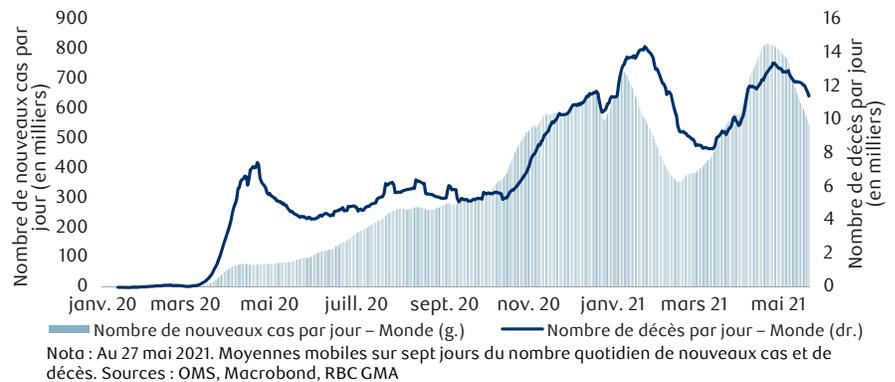


Figure 2 : L'activité économique aux États-Unis s'accélère à mesure que les États assouplissent leurs restrictions



longtemps retenue s'exprime tandis que les gouvernements commencent à lever les restrictions. D'après notre modèle du cycle économique, l'économie se situe toujours en début de cycle et aurait donc la possibilité de continuer à progresser, mais le cycle semble évoluer plus rapidement qu'à l'ordinaire (figure 3).

À un peu plus long terme, nous risquons bien de voir d'autres rebondissements au cours des prochaines années. Parmi les bonnes nouvelles possibles, mentionnons

l'immunité de groupe, de nouvelles mesures de relance et une hausse structurelle rapide de la productivité. Il se peut aussi que nous expérimentions certaines conséquences budgétaires peu réjouissantes en 2022. Sachant que les banques centrales ont commencé à parler publiquement du retrait de la stimulation monétaire, il pourrait y avoir des crises. Enfin, il ne faut négliger le fait que le cycle économique progresse rapidement.

Nos prévisions économiques sont majoritairement conformes ou

légèrement supérieures aux prévisions générales. Notre positionnement est donc un peu moins ambitieux qu'au cours des trimestres précédents. C'est presque exclusivement parce que les prévisions générales sont elles-mêmes plus optimistes. Il en va de même pour les marchés financiers : ils sont toujours optimistes, mais leur appétit pour le risque baisse constamment puisque celui-ci est déjà pris en compte dans les actifs.

Craines entourant l'inflation

L'inflation est en hausse et elle est même franchement élevée dans certains pays (figure 4). Le plus préoccupant, c'est que l'IPC des États-Unis est maintenant passé à 4,2 % d'une année sur l'autre, soit plus du double du taux cible. Ajoutons qu'il n'avait pas atteint un tel niveau depuis plus de dix ans.

Nous prévoyons toujours une inflation assez élevée au cours des prochains mois, une inflation modérément supérieure à la normale au cours des prochaines années, puis une inflation normale (ou inférieure à la normale) à long terme (figure 5).

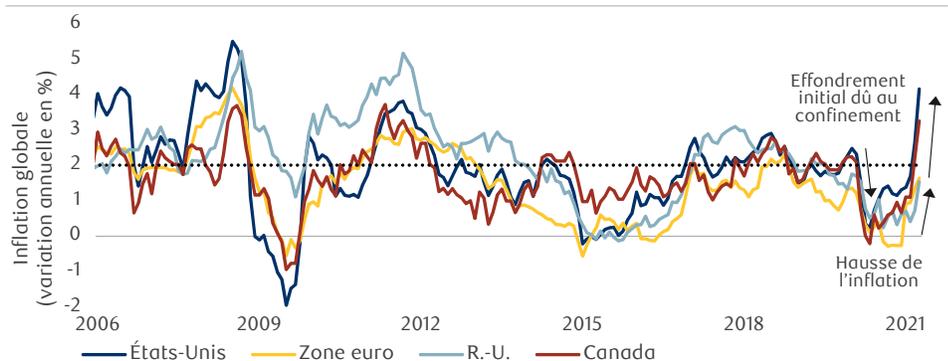
Pour l'essentiel, le récent bond de l'inflation est attribuable à une combinaison de plusieurs facteurs temporaires. L'influence des effets de base en est un (la faible inflation de l'an dernier qui se répercute cette année). Mentionnons également l'augmentation des prix des produits de base et un ensemble d'autres facteurs, de moindre importance, comme la pénurie de conteneurs et de puces informatiques. Les mesures d'aide financière ont incité de nombreux Américains à dépenser simultanément des sommes

Figure 3: Feuille de pointage du cycle de l'économie américaine

	Début du cycle	Cycle initial	Milieu du cycle	Stade avancé	Fin du cycle	Récession
Obligations						
Emploi						
Rentabilité des capitaux propres						
Confiance						
Crédit						
Phase du cycle						
Effet de levier						
Ratio des Stocks						
Politique monétaire						
Biens de consommation durables						
Tendance économique						
Logement						
Investissements des entreprises						
Volatilité						
Capacités excédentaires						
Orientation des actions						
Prix						
Pourcentage pour chaque étape du cycle	11 %	54 %	22 %	8 %	1 %	4 %

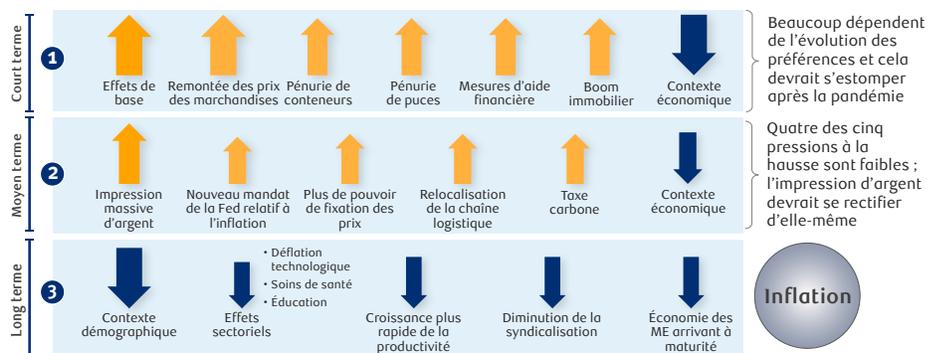
Nota : Au 29 avril 2021. L'ombrage indique la pondération accordée à chacune de ces variables selon le stade du cycle économique. Source RBC GMA

Figure 4 : L'inflation augmente dans les grandes économies



Nota : En date d'avril 2021. Sources : Bureau of Labor Statistics, Office for National Statistics, Statistique Canada, Office statistique de l'Union européenne, Haver Analytics, RBC GMA

Figure 5 : Inflation : plutôt élevée à court terme, modérément élevée à moyen terme, normale à faible à long terme



Source : RBC GMA, au 24 avril 2021

considérables pour effectuer des achats importants, ce qui a fait grimper les prix. Le boom immobilier fait augmenter les prix directement et indirectement pour plusieurs raisons. À cet égard, la hausse des coûts de l'énergie joue un rôle disproportionné (figure 6).

Le récent bond de l'inflation a dépassé nos attentes et les prévisions générales. Nous avons donc revu à la hausse nos prévisions pour les années à venir (figure 7).

Bien que les divers facteurs à court terme semblent être désordonnés, dans les faits, ils suivent l'évolution des préférences des consommateurs durant la pandémie. Comme de nombreux services étaient temporairement indisponibles, les gens ont acheté plus de biens, ce qui a entraîné de graves pénuries de certains produits. Dans le même ordre d'idées, le travail à domicile (et des taux d'intérêt extrêmement bas) a fait exploser la demande de logements. Dans certains pays, les États-Unis par exemple, d'autres forces sont à l'œuvre, comme l'effet inflationniste de la dépréciation du dollar américain.

Cela dit, les tendances de la demande devraient, au moins partiellement, revenir à ce qu'elles étaient avant, à mesure que les conséquences de la pandémie s'estomperont. L'inflation devrait ainsi se replier vers des niveaux plus normaux. Si des secteurs non productifs comme celui du tourisme commencent à remonter la pente avec le retour des clients, toute inflation en découlant devrait être atténuée par la réduction de la

Figure 6 : L'inflation est maintenant supérieure à 2 % dans la plupart des secteurs

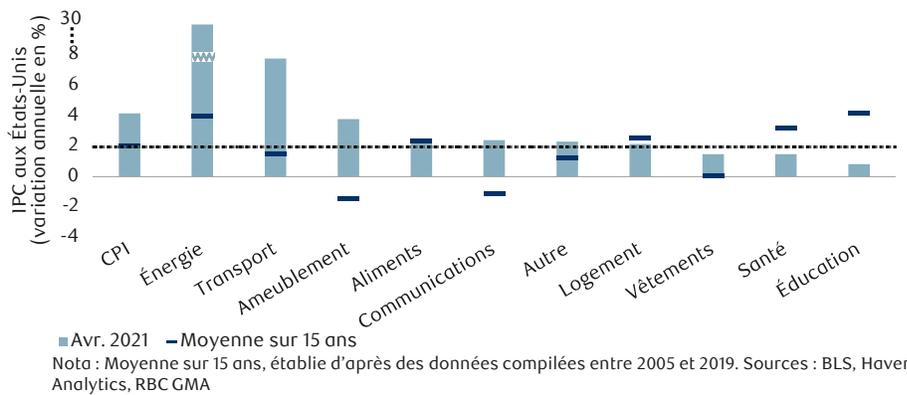
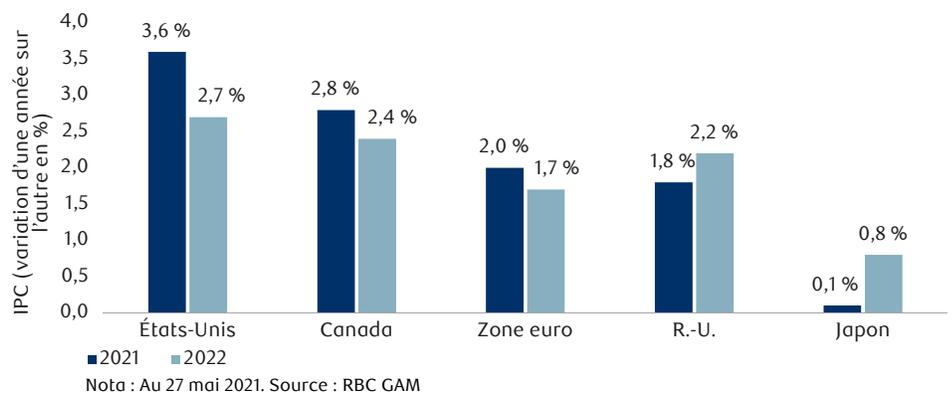


Figure 7 : Croissance de l'IPC des pays développés prévue par RBC GMA



pression dans les secteurs dont les consommateurs se détournent.

De plus, la pression devrait être moins forte sur la demande et les prix dans les prochains mois, puisqu'il ne reste plus grand-chose de l'aide gouvernementale dans les poches des consommateurs.

À moyen terme, les pressions inflationnistes continueront d'augmenter, quoique dans une moindre mesure. L'un des facteurs clés est la décision des banques centrales

d'imprimer massivement des billets, même si, dans la pratique, la majeure partie de cet argent a été retournée à ces mêmes banques centrales sous forme de réserves excédentaires (figure 8). Parmi les autres facteurs, mentionnons le nouveau mandat de la Réserve fédérale des États-Unis (la Fed) en matière d'inflation, qui vise activement une inflation d'un peu plus de 2,0 % pour les prochaines années, la perspective d'un pouvoir d'établissement des prix accru pour les sociétés, le rapatriement partiel de

certaines chaînes logistiques et l'effet inflationniste de la hausse des taxes sur le carbone dans des pays comme le Canada.

Par contre, à long terme, les arguments les plus convaincants sont de nature déflationniste. Les populations âgées où le taux de fécondité est faible en sont un bon exemple. L'impact des nouvelles technologies contribue aussi à la déflation, et ces produits représentent une part croissante de la consommation. Par ailleurs, contrairement aux tendances observées au cours des décennies précédentes, les soins de santé et l'éducation semblent être structurellement moins inflationnistes. Nous croyons également que la croissance de la productivité pourrait s'accélérer, et c'est là encore une force déflationniste. D'autres forces à long terme, comme le déclin de la syndicalisation et l'arrivée à maturité des économies de marchés émergents, poussent aussi l'inflation à la baisse.

Bien que cette possibilité ne fasse pas partie de notre scénario de base, il est utile d'envisager des scénarios dans lesquels l'inflation dépasse nos attentes.

Des anticipations inflationnistes élevées sur une longue période ouvriraient la voie à une inflation structurellement élevée. En effet, les mesures des anticipations inflationnistes, basées sur les marchés, ont fait un bond important : on prévoit maintenant une inflation franchement élevée au cours des prochaines années (figure 9). Toutefois, les perspectives du marché quant à l'inflation à long terme – bien qu'elles soient en hausse – demeurent

Figure 8 : La majeure partie de l'argent imprimé par la Fed n'a pas atteint l'économie

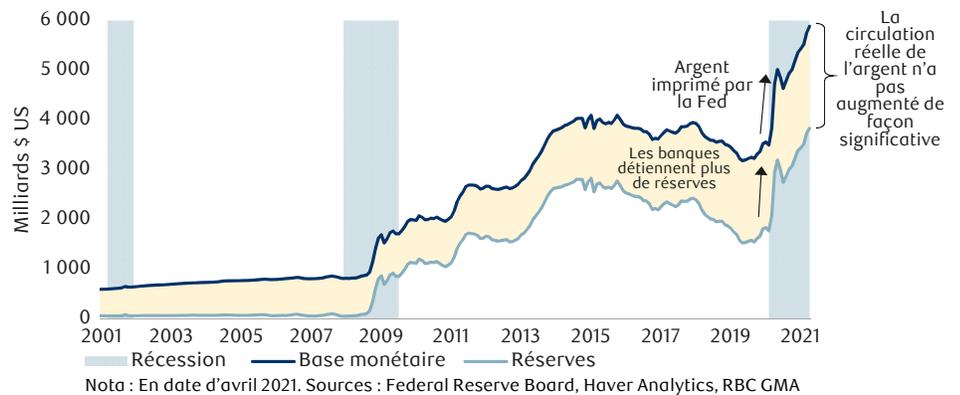


Figure 9 : Les anticipations inflationnistes atteignent un sommet inégalé depuis plusieurs années aux États-Unis



semblables aux attentes d'avant la pandémie.

Par ailleurs, l'inflation deviendrait un problème durable si elle entraînait la formation d'une spirale prix-salaires. Les sociétés disposent pour le moment d'un pouvoir d'établissement des prix et semblent prêtes à répercuter la majeure partie de la forte augmentation de leurs coûts de production sur les clients (figure 10). Or, sauf pour quelques secteurs à faible niveau de compétences, les salaires ne suivent pas la même

courbe. Toute spirale prix-salaires devrait être cassée par l'absence de hausses des salaires sensibles à l'inflation (figure 11).

Ensuite, l'inflation pourrait devenir un problème chronique si les prix des produits de base continuaient d'augmenter de façon significative. Parmi les facteurs qui appuient la thèse d'un nouveau supercycle des produits de base, mentionnons le gros appétit de la Chine pour les marchandises et son taux de croissance encore impressionnant ; la

perspective que la croissance en Inde suive celle de la Chine au cours des prochaines décennies ; la possibilité d'un boom des investissements en infrastructure après la pandémie ; et un virage généralisé vers les technologies vertes.

Pour autant, la concrétisation d'un tel supercycle n'est pas une certitude, puisque les prix des produits de base reflètent déjà de manière significative ces attentes optimistes, que certaines capacités minières inutilisées seront éliminées à mesure que la pandémie s'estompera, que le passage aux technologies vertes prendra plusieurs décennies, et qu'il est loin d'être certain que les prix du pétrole – traditionnellement un moteur clé de tout cycle des produits de base – pourront pleinement profiter de cet élan étant donné les prévisions selon lesquelles la demande mondiale de pétrole commencera à chuter dans les années 2030. Il importe également de comprendre qu'un paramètre clé en Chine, à savoir l'impulsion du crédit dans le pays, vient de chuter lourdement. Une telle situation ne correspond généralement pas à une montée des produits de base (figure 12).

En somme, l'inflation est forte et dépasse les attentes, mais elle devrait baisser au deuxième semestre de 2021. Précisons néanmoins que la pression ne sera pas entièrement relâchée avant quelques années et qu'il reste trois scénarios dans lesquels l'inflation pourrait s'avérer un problème plus durable pour l'économie, pour les banques centrales et pour les valorisations des actifs. Reléguée à l'arrière-plan au cours

Figure 10 : Les entreprises américaines prévoient augmenter leurs prix – plus forte hausse depuis la crise financière

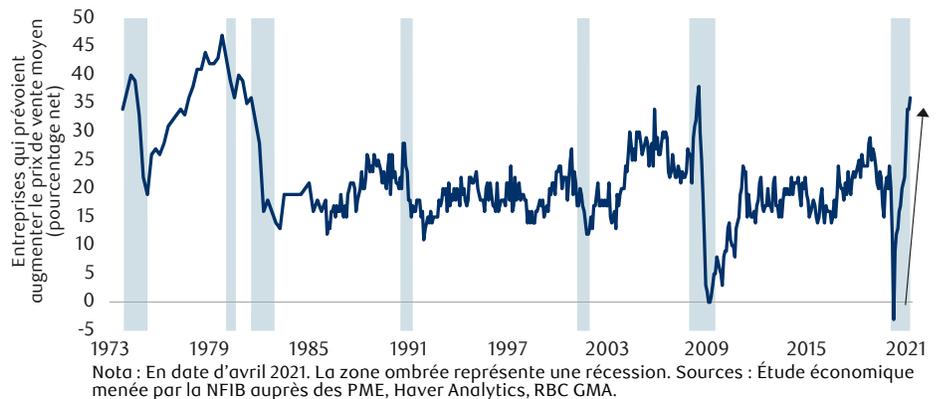


Figure 11 : Une fois les tendances sectorielles prises en compte, la croissance des salaires a ralenti durant la pandémie

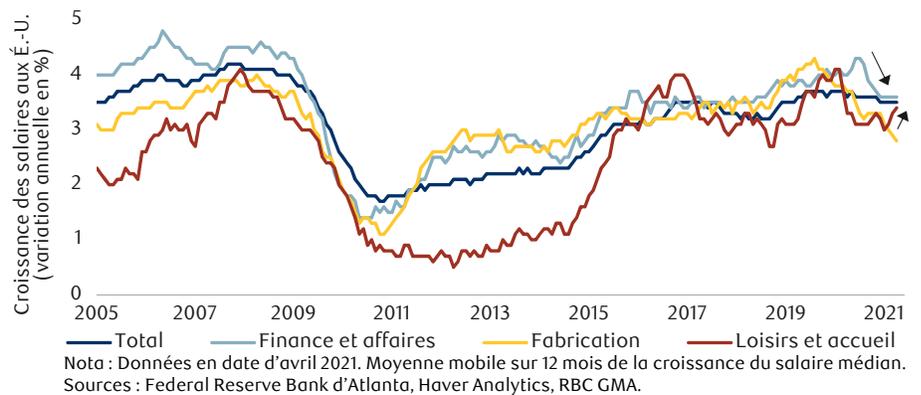
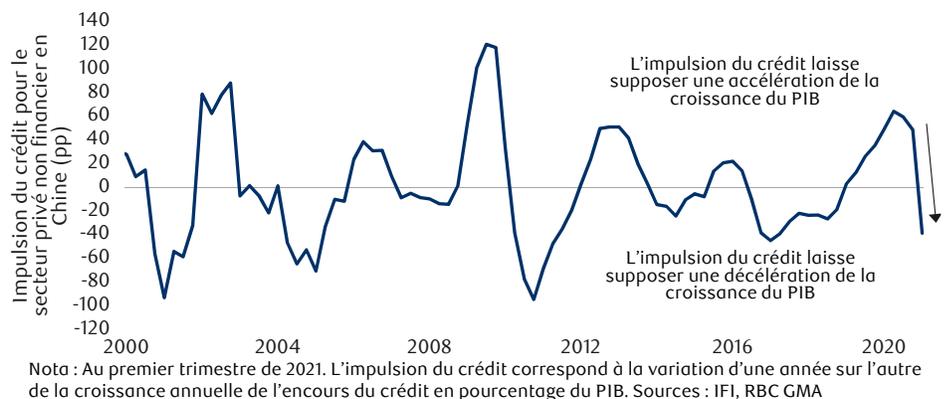


Figure 12 : L'impulsion du crédit en Chine est revenue en territoire négatif



des dix dernières années, l'inflation revient aujourd'hui au centre des préoccupations.

La COVID-19 s'essouffle (mais une autre vague n'est pas à exclure)

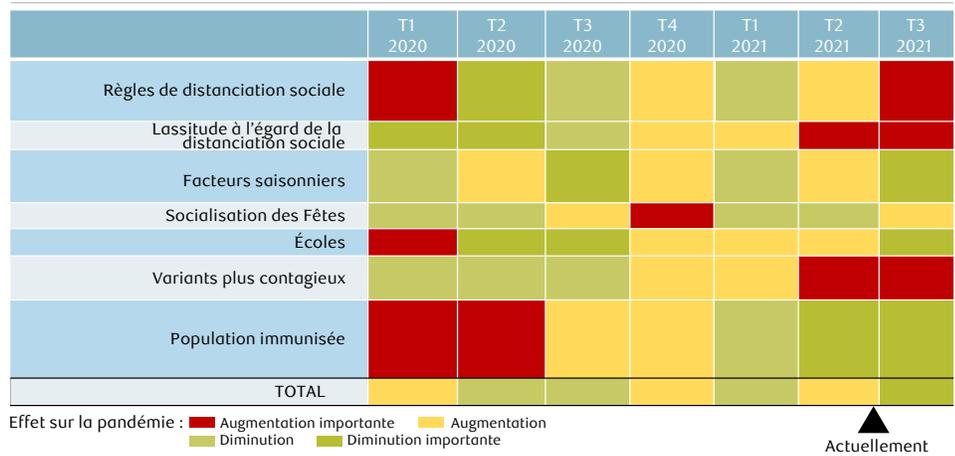
Au dernier trimestre, une nouvelle vague d'infections à la COVID-19 a fait rage, principalement en raison de la propagation du variant britannique, plus contagieux, mais aussi sans doute à cause de l'assouplissement prématuré des restrictions après la vague précédente, de la lassitude croissante à l'égard de la distanciation sociale et possiblement d'éléments saisonniers (figure 13).

Heureusement, cette vague retombe dans la plupart des pays. Les pays développés ont fait des progrès importants et les pays émergents sortent enfin la tête de l'eau (figure 14). Bien sûr, il y a des exceptions : l'Afrique du Sud est en difficulté et les cas au Royaume-Uni repartent en hausse.

Les pays d'Europe, qui avaient été touchés de façon disproportionnée par la dernière vague, sont presque tous sur la voie de la guérison, même l'Allemagne (figure 15). Cela dit, le nombre d'infections journalières n'est pas encore assez bas pour qu'on puisse crier victoire.

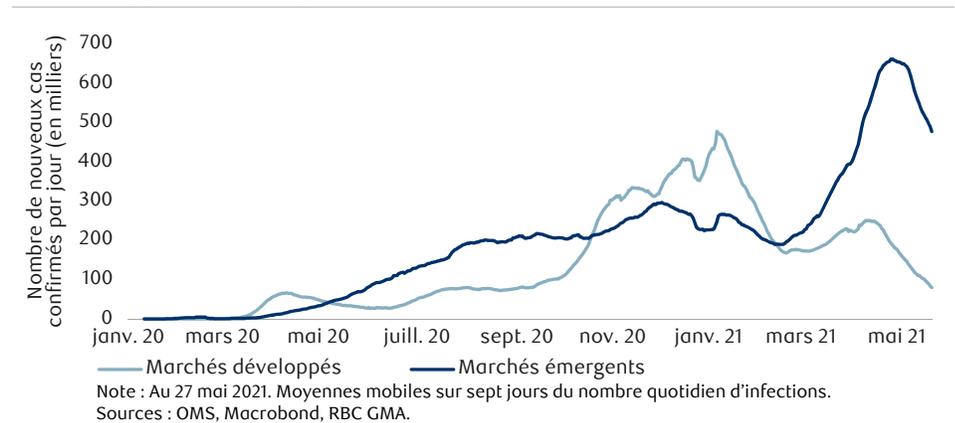
Désormais, le principal risque associé à la pandémie provient d'un sous-type du variant indien. Il semble être 50 % plus contagieux que le variant britannique, qui était lui-même environ 50 % plus contagieux que la forme initiale du virus. Il est décourageant de constater qu'un pays comme le

Figure 13 : Facteurs qui facilitent les vagues successives de l'épidémie – espérons qu'il s'agisse de la dernière vague majeure pour les marchés développés



Nota : Au 24 avril 2021 La taille de chaque ligne représente l'importance relative de la catégorie.
Source : RBC GMA

Figure 14 : La dernière vague de la COVID-19 reflue dans les pays développés et émergents



Royaume-Uni enregistre un nombre croissant d'infections au variant indien, malgré qu'il figure parmi les pays de tête en matière de vaccination, qu'il possède un taux d'immunité naturelle exceptionnellement élevé, qu'il avait jusqu'à tout récemment imposé des restrictions inhabituellement rigoureuses et

qu'il a réussi à maîtriser le variant britannique, très contagieux (figure 16).

Malgré tout, on peut se réjouir que l'Inde, qui enregistrait il y a pas longtemps des records mondiaux de nouveaux cas par jour, commence à voir une baisse des infections en dépit du variant indien (figure 17). Il semble en outre que dans la plupart des cas,

ce sont des personnes non vaccinées qui ont attrapé ce variant au Royaume-Uni. On pense d'ailleurs que les vaccins ont une certaine efficacité contre ce nouveau variant.

Il ne faut pas pour autant exclure la possibilité qu'une nouvelle vague frappe dans les prochains mois du fait de ce variant plus contagieux, ou de variants peu connus comme celui qui prend de la vigueur au Vietnam.

Les vaccins à la rescousse

Les gouvernements ont administré 1,9 milliard de doses du vaccin contre la COVID-19. C'est magistral, tant sur le plan scientifique que sur le plan logistique, mais c'est aussi malheureusement trop peu compte tenu des quelque 8 milliards de personnes sur Terre et du fait que, dans la plupart des cas, il faut deux doses par personne.

Sans surprise, les inoculations sont beaucoup plus nombreuses dans les pays les plus riches (figure 18), si bien que plusieurs d'entre eux peuvent se targuer d'avoir administré plus de 80 doses par 100 personnes. À l'inverse, de nombreux pays ont à peine commencé à vacciner leurs populations. À l'origine de cette disparité, il y a le fait que tous n'ont pas les mêmes moyens financiers ni la même influence géopolitique. Ajoutons que les avancées scientifiques, la propriété commerciale et la production de vaccins sont concentrées dans les pays développés.

L'offre de vaccins devrait continuer d'augmenter au cours des prochains trimestres, et la majeure partie du monde développé devrait être inoculée

Figure 15 : Le nombre de cas et de décès liés à la COVID-19 a fortement diminué en Allemagne

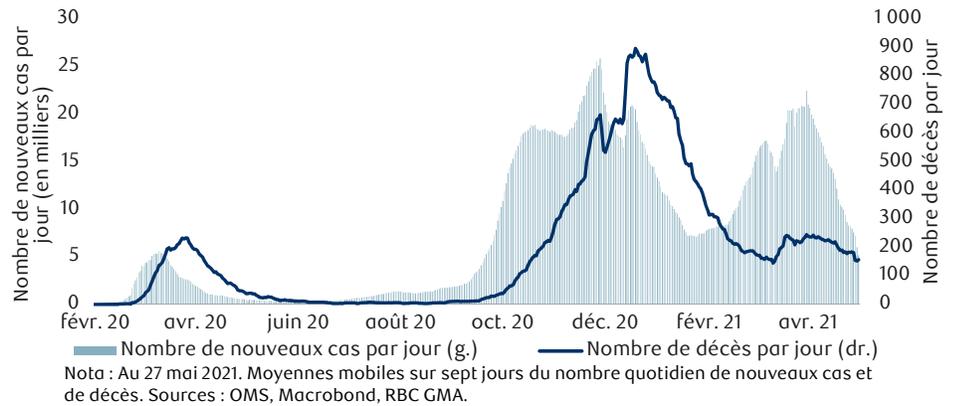


Figure 16 : La part de cas liés au variant indien augmente de façon alarmante au Royaume-Uni

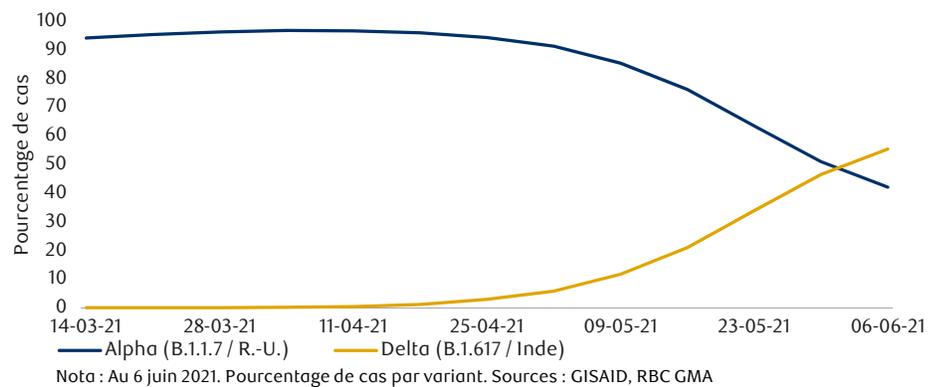
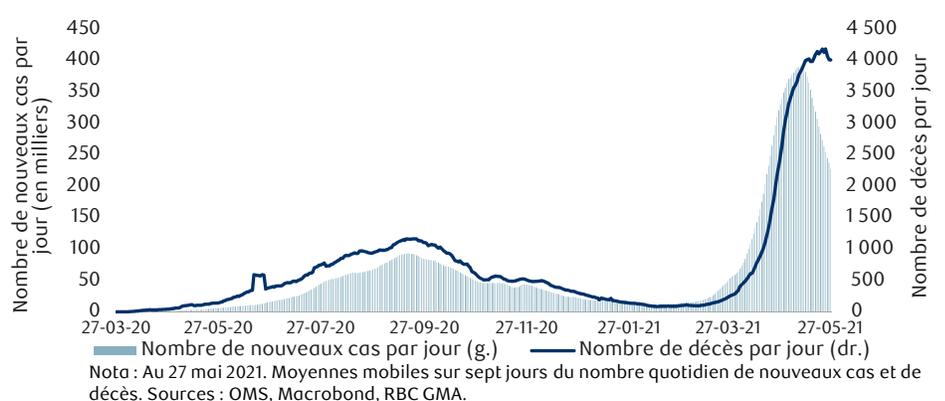


Figure 17 : Le nombre de nouvelles infections a diminué en Inde, mais celui des décès reste élevé



d'ici la fin de l'été. Dans les pays émergents, il faudra attendre la fin de 2021 et le début de 2022.

Le taux d'efficacité des vaccins contre la COVID-19 est globalement élevé, et les cas baissent fortement dans la plupart des pays qui ont le plus vacciné leurs populations (figure 19).

Les vaccins semblent toutefois être un peu moins efficaces contre certains variants, et le taux d'efficacité de certains serait même grandement inférieur. Ces complications expliquent peut-être pourquoi quelques pays qui ont vacciné la grande majorité de leurs populations, comme Bahreïn et les Seychelles, demeurent aux prises avec un niveau élevé d'infections.

Autrement dit, les vaccins sont la clé, mais ce n'est pas non plus une panacée, en particulier si des variants plus résistants apparaissent. Si un taux d'immunité d'à peine 60 % à 65 % aurait suffi à atteindre l'immunité collective contre la forme initiale du virus, il faudra peut-être atteindre 80 % pour vaincre le variant indien. Il pourrait être très difficile de surmonter cet obstacle. Ainsi, même si les gouvernements lèvent progressivement certaines restrictions (figure 20), un petit nombre d'entre elles devront être maintenues dans un avenir prévisible.

Reprise économique à géométrie variable

La situation économique à court terme varie considérablement d'un pays à l'autre.

En dépit de la circulation de variants plus contagieux ce printemps, les États-Unis ont refusé de resserrer

Figure 18 : Les pays riches à l'avant-garde de la vaccination

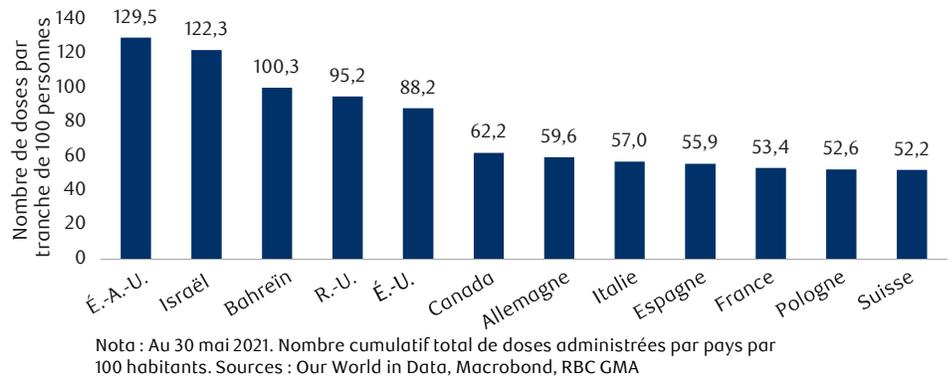


Figure 19 : Le nombre de cas et de décès liés à la COVID-19 en Israël est resté faible

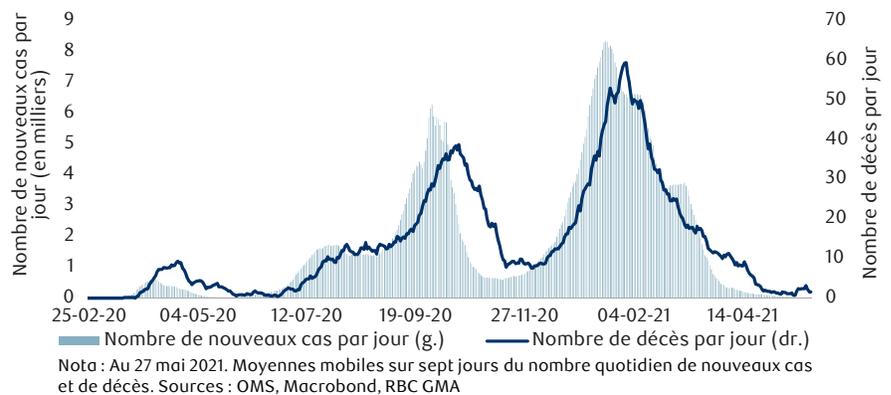
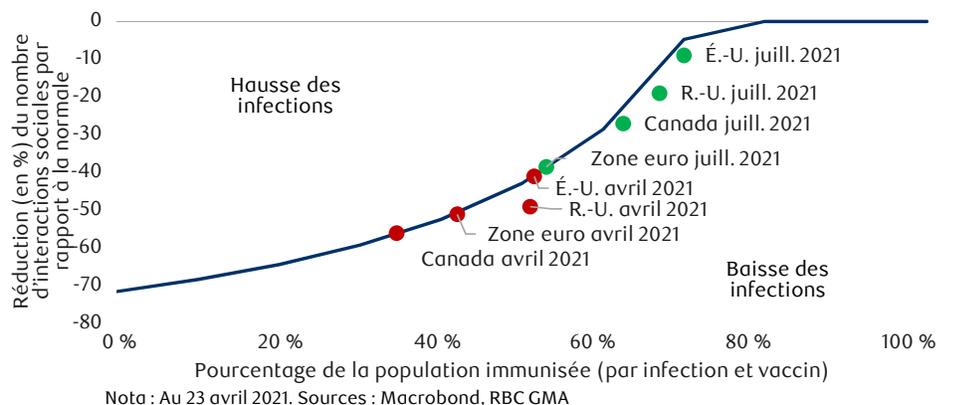


Figure 20 : Diminution des interactions sociales nécessaire pour contrôler le virus selon différents taux d'immunité collective



fortement les règles de confinement, mais sont tout de même parvenus à réduire leur taux d'infections grâce à une campagne de vaccination rapide (figure 21). Dans ce contexte, l'économie américaine a à peine sourcillé durant la dernière vague et l'activité économique se rapproche des niveaux d'avant la pandémie (figure 22).

Le Royaume-Uni a beaucoup plus de retard à rattraper, mais son économie a aussi bien résisté à la dernière vague et son rétablissement va bon train.

D'autres pays où la vaccination n'est pas aussi avancée, dont de nombreux pays européens, le Canada et le Japon, ont dû imposer un troisième confinement. Si nombre de ces pays sont aujourd'hui en mode réouverture, l'écart entre ceux qui ont presque entièrement levé les restrictions et ceux qui les maintiennent est étonnamment large (figure 23).

Le Canada, le Japon et l'UE ont subi des revers dont ils commencent à se remettre. Heureusement, la deuxième vague, survenue à la fin de 2020, a montré que les « mini-confinements » ne causent pas de grandes difficultés économiques.

Les politiques publiques oscillent dans toutes les directions

Les importantes mesures de relance monétaire et budgétaire ont largement contribué à limiter les dommages économiques au pire de la pandémie et à redonner de la vigueur à l'économie par la suite.

L'environnement politique est de plus en plus complexe. Certains décideurs

Figure 21 : Les États-Unis ont réussi à contenir la dernière vague

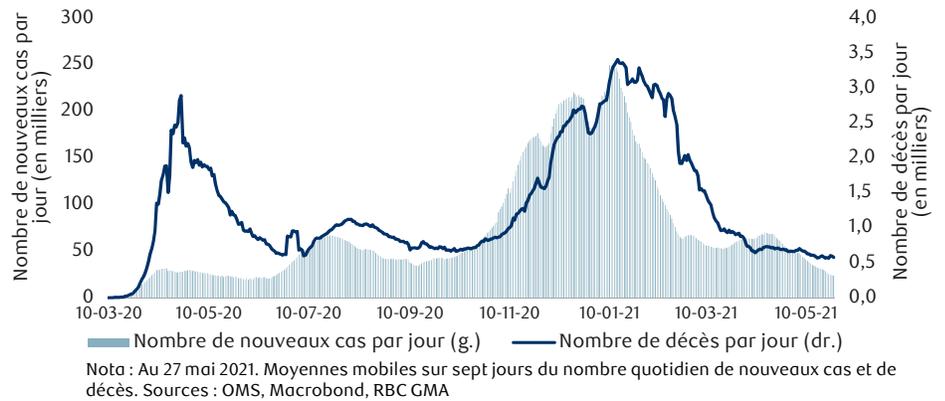


Figure 22 : La reprise est déjà en cours aux États-Unis

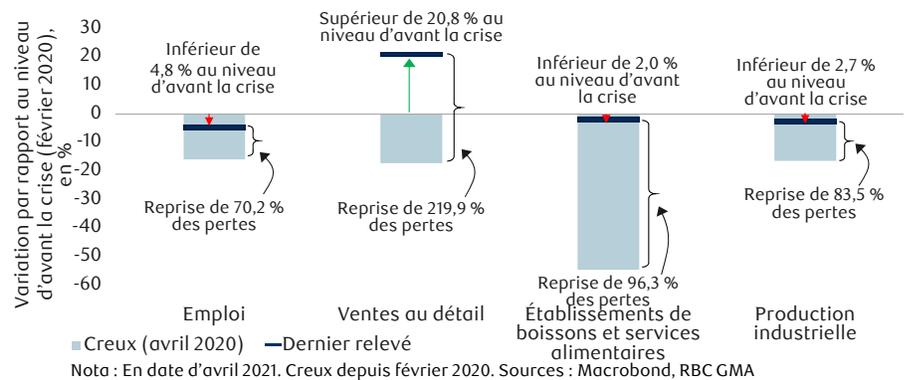
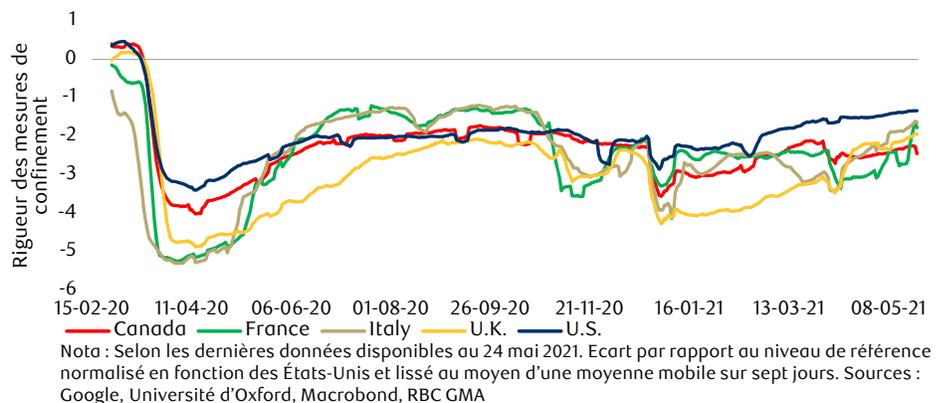


Figure 23 : Les mesures de confinement ont été assouplies à mesure que les pays ont constaté une baisse du nombre de nouveaux cas



continuent de mettre en place d'importantes mesures de relance, tandis que d'autres commencent à calmer leurs ardeurs.

La plupart des banques centrales demeurent résolument en mode stimulation, en témoignent leurs taux directeurs extrêmement bas et leurs programmes d'assouplissement quantitatif. La majorité des responsables de la politique budgétaire maintiennent également des mécanismes de soutien spéciaux pour les entreprises touchées et les chômeurs.

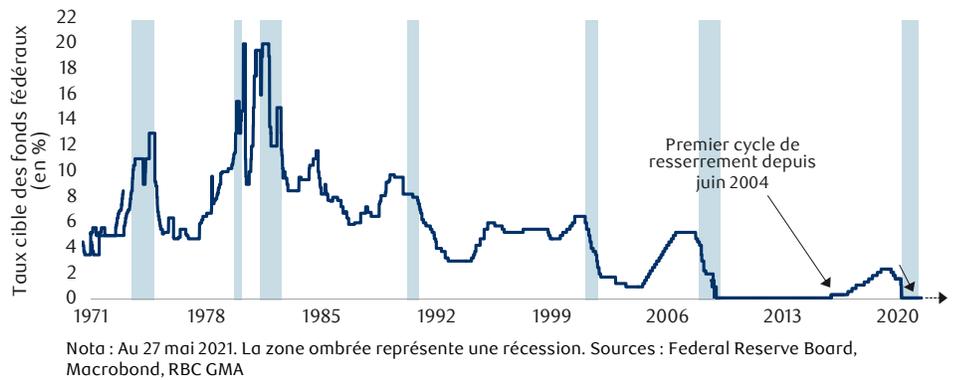
Certains pays sont même sur le point d'ajouter des mesures de relance budgétaire. D'ailleurs, les États-Unis, qui ont lancé un imposant plan de relance à la fin de 2020, puis un autre au début de 2021, se demandent maintenant s'ils ne mettront pas en place une autre, voire deux autres, initiatives de plusieurs milliards de dollars. Les plans d'infrastructure seront un élément majeur, comme c'est souvent le cas après une crise économique.

Or, tout le monde ne choisit pas d'aller dans cette direction, et des vents contraires se lèvent.

La Chine semble vouloir adopter des politiques économiques plus restrictives, choisissant en effet de ralentir la croissance du crédit en raison de la vigueur du marché du logement.

Si dans les pays développés la politique monétaire demeure extrêmement stimulante et qu'il ne devrait pas y avoir de resserrement significatif à court terme (figure 24), on observe tout de même certains changements.

Figure 24 : Trajectoire du taux des fonds fédéraux aux É.-U.



Le Canada a réduit le rythme de l'assouplissement quantitatif d'un quart et songe à augmenter ses taux au deuxième semestre de 2022. La Banque du Canada devance la plupart de ses pairs à cet égard, mais le contexte économique du pays n'a rien d'unique. Certes, la Fed tolère mieux les hausses temporaires de l'inflation, mais elle n'en discute pas moins en interne d'une éventuelle réduction de la politique monétaire. Elle pourrait commencer à retirer ses programmes d'achats d'obligations au cours de l'année à venir, de sorte que nous pourrions voir les taux augmenter en 2022 ou 2023, surtout compte tenu du rythme de la reprise et de la hausse de l'inflation.

Ailleurs, de nombreux pays mettent fin progressivement à leurs mesures de relance budgétaire. Pour l'essentiel, c'est sans conséquence. Ce n'est que le signe que les entreprises et les ménages ont moins besoin de l'aide gouvernementale. Mais d'autres programmes viendront à échéance plus abruptement au cours de l'année, ce qui freinera considérablement la croissance économique. Les calculs budgétaires sont une source de

frustration : si un gouvernement dépense un milliard de dollars durant une année donnée, puis 500 millions de dollars l'année suivante, la croissance économique sera plus faible que d'habitude à la deuxième année parce que le montant a ne serait-ce que baissé.

Compte tenu de l'ampleur des mesures de relance budgétaire de 2020 et du début de 2021, le fardeau budgétaire pourrait être assez lourd. Cela dit, il ne le sera peut-être pas autant qu'on l'imagine, puisque les entreprises et les ménages ont largement épargné les sommes reçues. La situation a deux conséquences notables : tout d'abord, cela signifie que l'économie chutera de moins haut à la fin des mesures, et que les ménages et les entreprises peuvent utiliser leur épargne excédentaire pour adapter leur consommation au cours d'une période par ailleurs difficile.

Les économies ont une certaine résilience naturelle et pourront donc continuer de se redresser, même lorsque les gouvernements mettront un terme à leurs politiques de soutien. Le retrait graduel des mesures de stimulation pourrait aider à limiter la

surchauffe. Il reste qu'une nouvelle orientation politique est l'une des clés de la croissance.

Aux États-Unis, un autre risque guette les investisseurs, à savoir le fait que la Maison-Blanche propose d'importantes hausses d'impôt pour payer une partie des dépenses d'infrastructure et d'initiatives vertes, dont bon nombre ciblent les sociétés et les investissements. Dans les deux cas, le rendement de placement après impôt baisserait modérément. Ces mesures sont susceptibles d'être approuvées, mais ce n'est pas non plus une garantie, sans compter qu'elles risquent d'être édulcorées en raison de la très faible majorité du Parti démocrate au Sénat.

Prévisions économiques

À l'évidence, le pari gagnant de l'année dernière aura été de miser sur une croissance économique supérieure au consensus, et certains paris comme celui-là valent la peine d'être reconduits. La Chine a servi de baromètre à bien des égards durant la pandémie, y compris la rapidité à laquelle son économie s'est normalisée (figure 25).

Une hausse importante des attentes du marché vient toutefois jeter un coup de froid sur notre enthousiasme, les surprises économiques n'étant plus aussi positives qu'elles l'étaient (figure 26). Par conséquent, nos prévisions sont mixtes, tantôt conformes au consensus, tantôt légèrement supérieures.

En termes absolus, on peut toujours raisonnablement parier sur une croissance rapide au cours de la prochaine année, puisque la

Figure 25 : L'économie chinoise s'est complètement rétablie

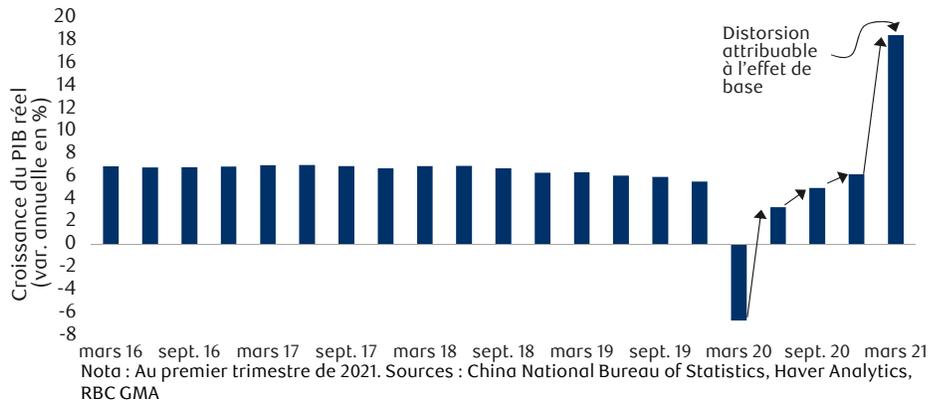
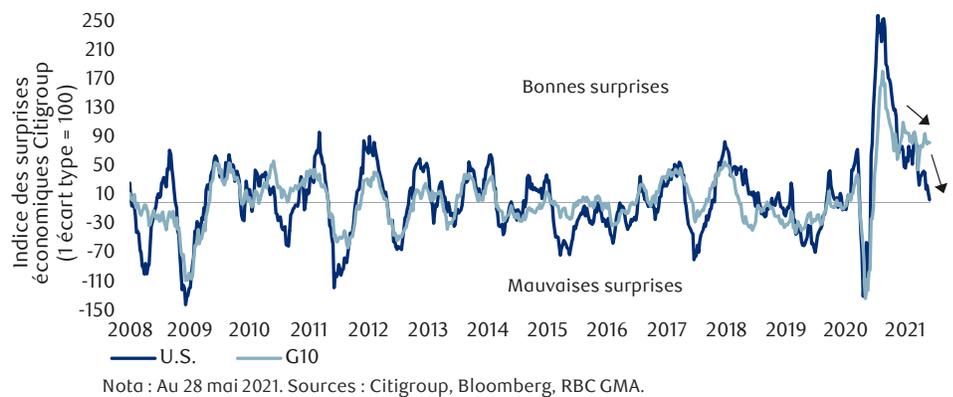


Figure 26 : Les surprises économiques dans le monde restent positives, mais elles le sont moins



vaccination se poursuit, que la pandémie s'essouffle et que les économies se redressent. Le flux des nouvelles est principalement positif et les sujets d'avant la pandémie reviennent en première page (figure 27). Enfin, nous restons convaincus que la pandémie ne laissera que peu de séquelles économiques une fois qu'elle sera terminée.

Ce qui est sûr, par contre, c'est que la période de croissance la plus explosive est derrière nous.

Certains pays – dont la plupart des pays d'Europe et le Canada – ont dû se reconfiner à cause de la troisième vague, freinant ainsi leur reprise. Il ne faut pas exclure que l'économie pourrait connaître des ratés cet été si jamais le variant indien faisait augmenter les taux d'infections dans le monde.

Les conditions financières demeurent plutôt favorables (figure 28), même si les banques centrales risquent de resserrer la vis en 2022. De plus, comme nous le disions précédemment,

le retrait de certaines mesures de relance budgétaire, à peu près au même moment, pourrait causer bien des maux de tête. Voilà les deux raisons pour lesquelles la croissance économique devrait être moindre cette année (figure 29).

L'économie américaine devrait être parmi celles qui croissent le plus rapidement en 2021 (6,4 %) en raison du taux de vaccination élevé, des énormes mesures de relance budgétaire et de restrictions moins strictes en matière de distanciation sociale. Fait remarquable, les États-Unis ont récemment dépassé leur niveau de production d'avant la pandémie et pourraient avoir éliminé les capacités excédentaires d'ici le début de 2022 (figure 30).

À l'approche du deuxième semestre de 2021, des pays qui ont été à la traîne des États-Unis devraient commencer à gagner du terrain, leurs efforts de vaccination portant enfin leurs fruits et les gouvernements levant peu à peu les restrictions économiques (figure 31). Bien que nos prévisions pour le PIB des États-Unis soient à peu près conformes aux prévisions générales, nos prévisions pour la zone euro et le Royaume-Uni sont bien supérieures à celles-ci. Néanmoins, il faudra probablement attendre au début de 2022 pour que ces économies reviennent à leurs niveaux d'avant la pandémie et plusieurs trimestres par la suite pour voir les capacités excédentaires être éliminées.

Tant sur le plan humain que sur le plan économique, la pandémie a durement frappé les marchés émergents. En gros, les économies de ces pays devraient suivre la même trajectoire

Figure 27 : Le climat économique est maintenant à l'optimisme

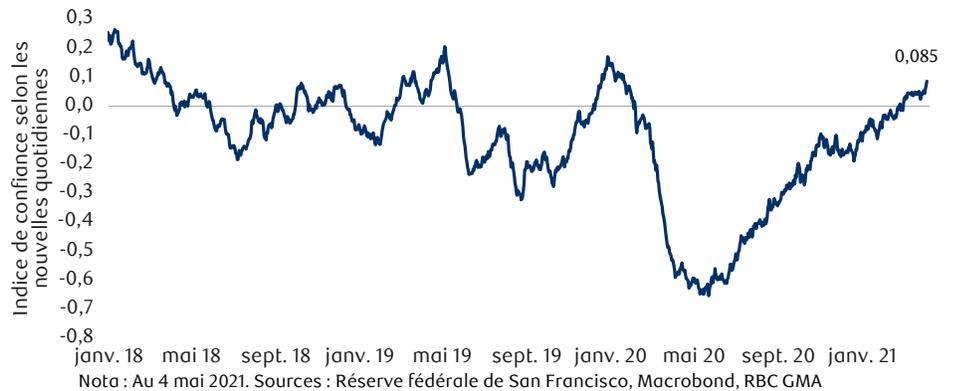


Figure 28 : Le contexte financier demeure extrêmement stimulant

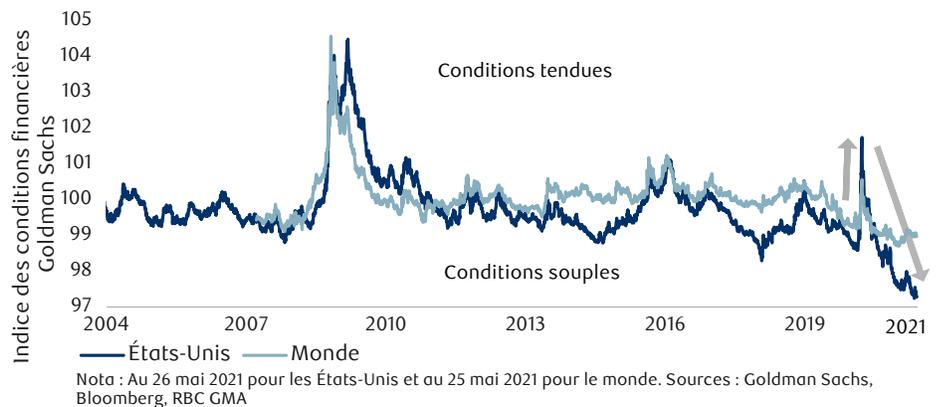
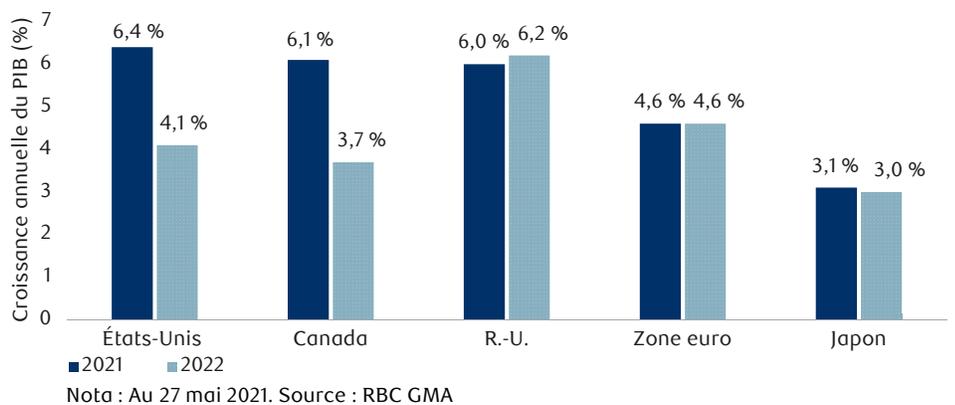


Figure 29 : Croissance du PIB des pays développés prévue par RBC GMA



que celles des pays développés, soit une croissance rapide en 2021, suivie d'une décélération en 2022 (figure 32). En ce qui concerne la Chine et l'Inde, nos prévisions pour 2021 sont respectivement légèrement au-dessus et légèrement en dessous des prévisions générales. Pour les autres pays, elles sont à peu près conformes à l'avis général. Malgré ses difficultés récentes, l'Inde semble maintenir le cap vers une croissance structurellement forte au cours des prochaines décennies.

Essoufflement de la reprise au Canada

Le Canada a plus souffert que les États-Unis de la troisième vague de COVID-19, principalement en raison du lent début de la campagne de vaccination. Ainsi, l'économie canadienne a été moins vigoureuse que l'économie américaine en avril et en mai, comme cela avait d'ailleurs été le cas pendant la deuxième vague (figure 33).

Il convient de souligner que le taux d'infections est actuellement en forte baisse, grâce aux mesures strictes imposées ainsi qu'à une vaccination accélérée et ciblée (figure 34).

Malgré la troisième vague, l'économie canadienne a bien rebondi après les creux atteints au pire de la pandémie (figure 35). Elle devrait bondir de nouveau cet été, puisque les consommateurs voudront rattraper le temps perdu lors des deuxième et troisième vagues. La vigueur du dollar canadien constitue certes un obstacle, mais elle est contrebalancée par la force naturelle que représente la reprise économique, par les nouvelles

Figure 30 : Encore beaucoup de rattrapage à faire au cours des prochaines années

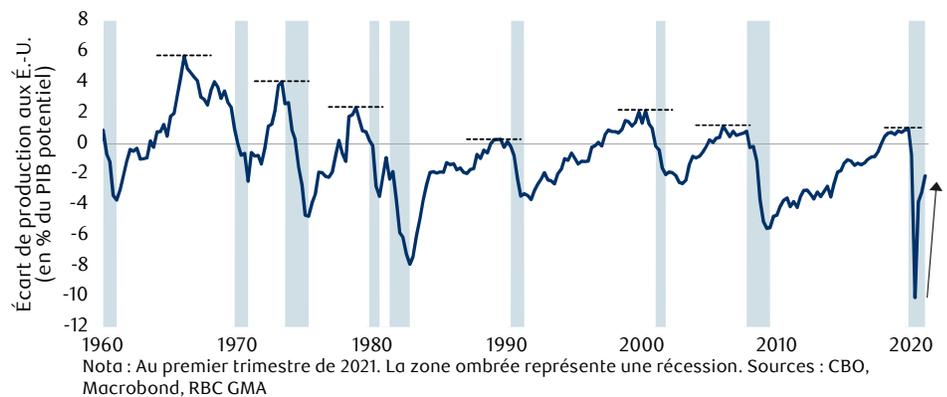


Figure 31 : La zone euro a fait moins bonne figure que les États-Unis durant la pandémie

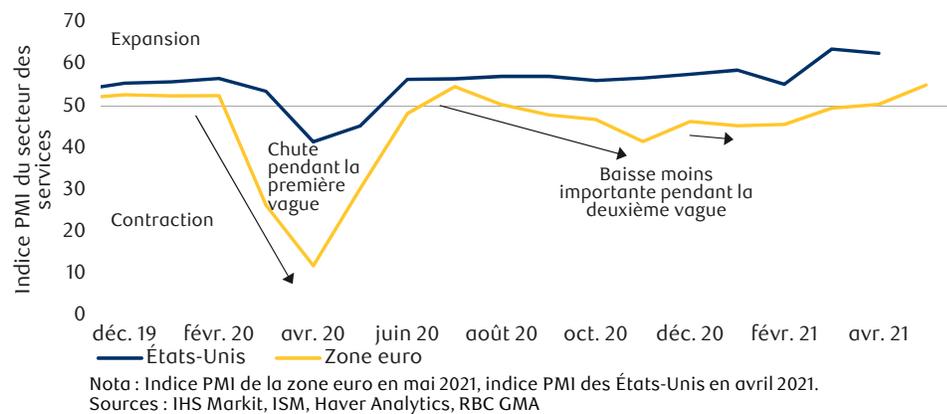
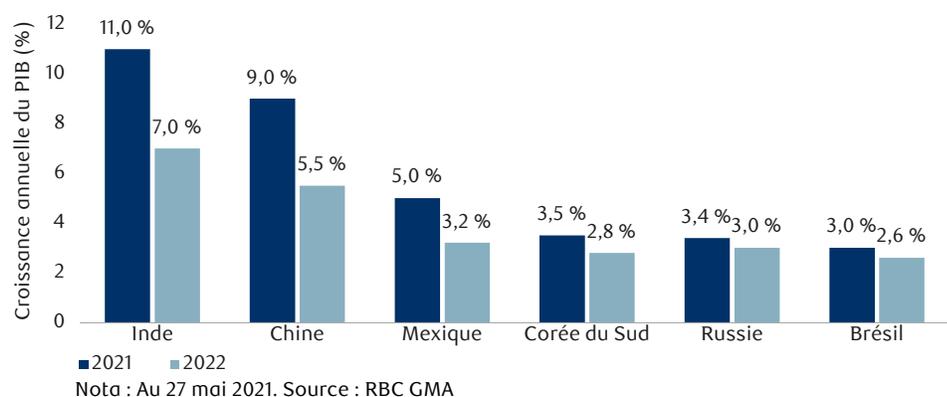


Figure 32 : Croissance du PIB des pays émergents prévue par RBC GMA



mesures de relance budgétaire au Canada, par les retombées importantes des mesures de relance aux États-Unis et par la remontée des prix des produits de base. De plus, toute augmentation des impôts américains viendrait atténuer le manque de compétitivité du Canada par rapport aux États-Unis.

Si nos prévisions de croissance pour le Canada se concrétisent – 6,1 % en 2021 et 3,7 % en 2022 – l'économie du pays devrait cet automne revenir au sommet atteint avant la pandémie et les capacités excédentaires seront effacées d'ici la fin de 2022. À court terme, la trajectoire de l'inflation est semblable à celle des États-Unis, mais moins extrême.

Le marché du logement canadien a été une importante source de vigueur économique. Les prix des maisons ont affiché une hausse incroyable de 23 % depuis le début de la pandémie, dans un contexte où les ménages souhaitaient avoir plus d'espace. Si aux États-Unis la combinaison taux d'intérêt hypothécaire à la baisse et prix des maisons à la hausse a amélioré l'accessibilité au logement, c'est plutôt l'inverse qui s'est produit au Canada (figure 36). L'accessibilité à la propriété est maintenant à son pire niveau depuis plus d'une décennie. Cela laisse croire à un ralentissement du marché, quoique la baisse du taux de chômage et le pic d'immigration attendu pourraient atténuer la baisse, et ce, même si l'activité directement liée à la pandémie s'estompe.

Conclusion

En conclusion, pour 2021, nous prévoyons une croissance rapide, supérieure ou légèrement supérieure

Figure 33 : Les entreprises canadiennes fermées de nouveau pendant la troisième vague

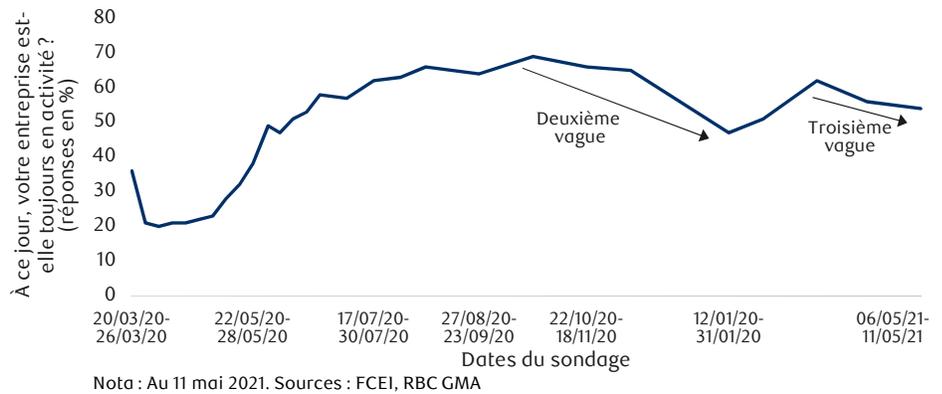


Figure 34 : Le Canada a maintenant dépassé le sommet de la troisième vague

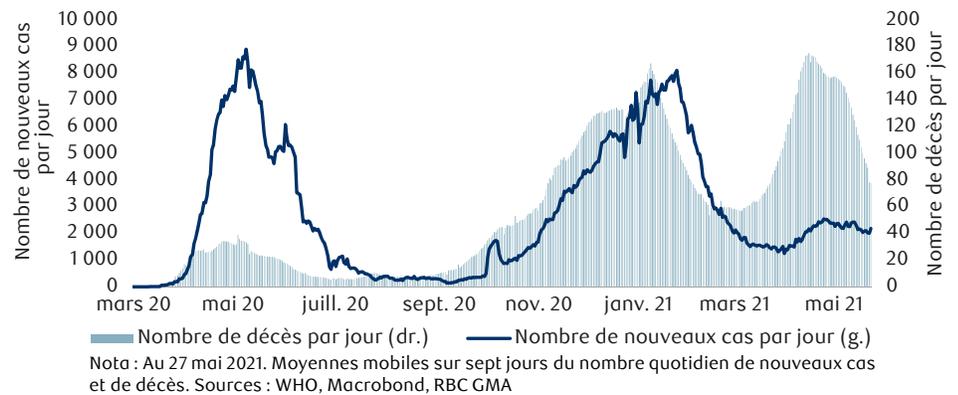
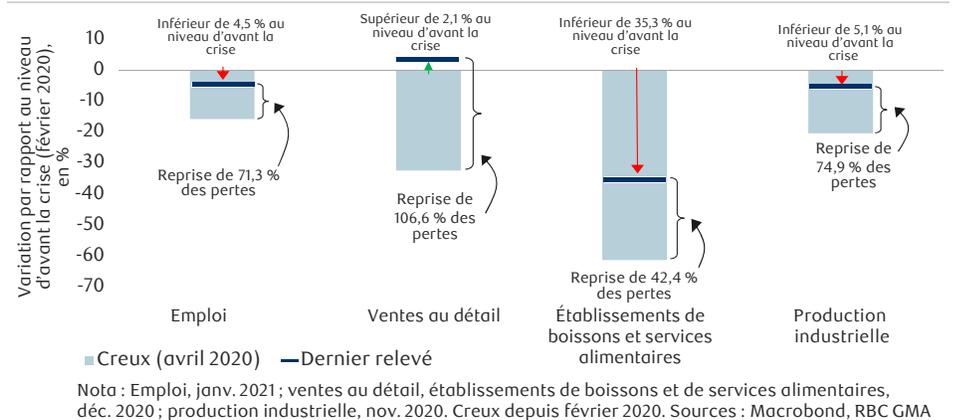


Figure 35 : Progrès importants réalisés au Canada

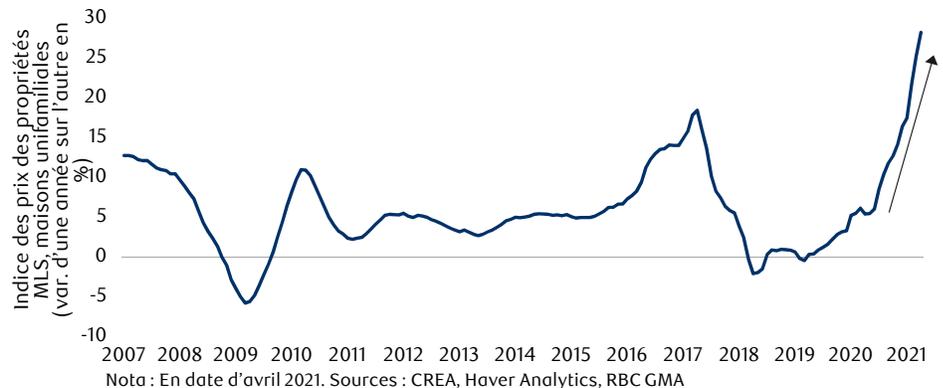


aux prévisions générales, suivie d'une croissance plus lente, mais néanmoins bonne en 2022. Les principaux éléments qui soutiennent cette hypothèse sont les suivants : les économies se sont montrées constamment plus dynamiques que prévu tout le long de la reprise ; la pandémie laissera peu de cicatrices permanentes ; les dommages causés par les récentes vagues de contagion ont été limités ; les campagnes de vaccination ont été très efficaces ; et une demande accumulée considérable attend d'être libérée.

Il reste tout de même des risques, notamment la possibilité que de nouveaux variants provoquent d'autres vagues, que l'inflation demeure élevée pendant un bon moment, que le fardeau budgétaire de 2022 soit plus lourd que prévu et que les marchés s'opposent au retrait des mesures de relance monétaire.

À long terme, nous continuons de croire que nous retrouverons en bonne partie notre vie d'avant (figure 37). Les variables économiques devraient se normaliser complètement, et les services, le commerce de détail et les transports en commun devraient vite rebondir. Pour d'autres facteurs, la normalisation prendra plus de temps, mais les centres-villes

Figure 36 : Flambée des prix des logements au Canada sous l'effet de la demande et des taux d'intérêt extrêmement bas durant la pandémie



devraient renaître, l'inflation devrait finir par se calmer, et ainsi de suite. Seuls quelques changements sont susceptibles d'être permanents, l'endettement public élevé, la baisse des voyages d'affaires et une popularité modérément plus grande du télétravail, par exemple.

Nous estimons également que la croissance de la productivité pourrait être plus rapide au cours des prochaines décennies qu'elle ne l'a été au cours des dix dernières années. Ce n'est pas aussi remarquable qu'on pourrait le croire, étant donné que les gains de productivité ont été inhabituellement maigres dans les années 2010. Peu importe, tout regain

est le bienvenu sachant le rôle central de la croissance de la productivité dans l'augmentation du niveau de vie et des bénéfices des sociétés.

Parmi les arguments qui étayent cette hypothèse, mentionnons le bond de productivité découlant du perfectionnement des technologies de télétravail ; le commerce en ligne et l'automatisation ; la possibilité d'une forte hausse des dépenses en immobilisations au fil de la reprise ; les importants progrès scientifiques qu'on observe dans des domaines clés ; la nouvelle place de la Chine aux frontières de l'innovation technologique, d'où elle pourra jouer un rôle majeur.

Figure 37 : Répercussions durables de la COVID-19 : peu seront réellement permanentes et la plupart s'atténueront partiellement

	Permanentes	Plusieurs années	Temporaires
Aucun renversement	Alourdissement de la dette publique	Plus d'habitants en zones rurales/banlieues, moins dans les villes/centres-villes Rendement à long terme inférieur du capital investi ? Expansion du gouvernement Hausse des inégalités Endettement et risque de défaillance plus élevés dans le secteur privé Hausse de l'inflation Relocalisation de la chaîne logistique Perte en capital humain (fermetures d'écoles et chômage) Déclin de l'indépendance de la politique monétaire	Diminution des relations sociales, contacts physiques, voyages d'agrément
	Plus d'automatisation		Hausse du chômage
Renversement partiel	Plus de commerce en ligne, moins de magasins ayant pignon sur rue		Croissance démographique ralentie (décès, baisse de l'immigration, baisse de la natalité = croissance plus lente du PIB/logement)
	Déclin du secteur immobilier commercial		Moins d'innovation (= ralentissement de la croissance du PIB)
	Moins de voyages d'affaires		Plus de biens, moins de services
	Plus de nervosité/mieux préparés en cas d'épidémies		Plus de grandes entreprises, moins de petites entreprises
Renversement important	Taux d'intérêt moins élevés		Plus de transport privé, moins de transport en commun
	Augmentation du télétravail		
	Plus de ressources pour les risques à forte incidence, mais peu probables		
			Renversement total

Nota : En date du 17 février 2021. Source : RBC GMA

Perspectives des marchés

Le raffermissement de l'économie prolonge la progression des marchés

Eric Savoie, MBA, CFA

Stratégiste, Placements
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

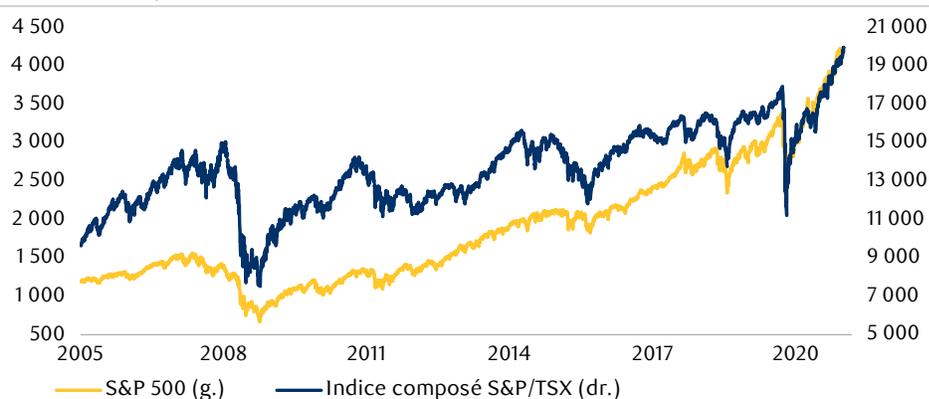
Daniel E. Chornous, CFA

Chef des placements
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

Nul n'aurait pu imaginer que les marchés boursiers remonteraient à des sommets records à peine plus d'un an après que la maladie à coronavirus eut mené à la plus grave récession depuis les années 1930. Il faut dire que le monde a réagi de façon remarquable à la pandémie : les décideurs politiques n'ont pas hésité à apporter un soutien massif ; des vaccins ont été mis au point en un temps record ; le télétravail est devenu la règle ; le commerce électronique s'est substitué aux magasins traditionnels ; et l'économie a tenu bon malgré toutes les perturbations. L'indice S&P 500 a bondi d'environ 90 % par rapport au creux de mars 2020 et l'indice composé S&P/TSX, de près de 80 % ; ils ont généré des gains considérables pour les investisseurs et amplement annulé les pertes subies lorsque les marchés se sont brièvement écroulés l'an dernier (figure 1). À notre avis, les actions américaines sont chères en ce moment, mais il n'y a pas de bulle à l'horizon. Sur le plan fondamental, les actions tirent parti du contexte macroéconomique robuste qui ne cesse de s'améliorer. Il faut souligner que, hors des États-Unis, les marchés boursiers sont nettement plus attractifs dans l'ensemble.

Nous sommes aux premiers stades d'un nouveau cycle économique

Figure 1 : Principaux indices boursiers
Indice des prix



Nota : Au 3 juin 2021. Sources : Bloomberg, RBC GMA

et l'activité est florissante, grâce à la reprise postpandémique qui se poursuit. La demande accumulée pendant une année de fermetures, les taux d'intérêt extrêmement bas et les vastes mesures d'assouplissement budgétaire et monétaire alimentent cette reprise. Alors que l'économie s'accélère, l'inflation inquiète de plus en plus les investisseurs, mais nous croyons que la flambée des prix à court terme est passagère et que les forces structurelles feront baisser l'inflation à long terme.

Sur les marchés financiers, les taux obligataires ont plutôt fait du surplace au dernier trimestre. Les investisseurs en obligations d'État pourraient devoir se contenter de rendements à peine supérieurs à 1 % au cours de la prochaine année, voire pendant plus longtemps. Les perspectives pour les actifs à revenu fixe ne sont pas particulièrement attrayantes et, à notre avis, les actions offrent un meilleur potentiel de hausse. Nous reconnaissons toutefois que, comme certaines valorisations ont atteint des niveaux extrêmes sur certains

marchés, une forte croissance des bénéfiques sera essentielle pour soutenir la hausse. Selon nous, les bénéfiques devraient être suffisants pour justifier le niveau actuel des valorisations.

Une prise de risque un peu plus élevée nous apparaît appropriée dans ce contexte de forte croissance, de faibles taux d'intérêt et de vastes mesures expansionnistes. De plus, les perspectives de rendement s'améliorent à l'extérieur de l'Amérique du Nord, l'Europe et les marchés émergents offrant des valorisations supérieures, d'après nous. Nous maintenons donc une surpondération en actions et une sous-pondération en obligations. Au cours du dernier trimestre, nous avons réduit notre pondération en actions de 50 points de base, en raison des valorisations boursières élevées et de la réduction des primes de risque, tout en conservant une prédilection marquée pour les actifs à risque. Pour un portefeuille mondial équilibré, nous recommandons actuellement la répartition de l'actif suivante : 64 % en

actions (position neutre stratégique : 60 %), 35 % en titres à revenu fixe (position neutre stratégique : 38 %) et le reste en liquidités.

Divers indicateurs témoignent de la vigueur de l'économie

L'économie se porte bien selon plusieurs indicateurs. Les indicateurs qualifiés de « doctoraux », qui sont présentés à la figure 2, ont été particulièrement utiles durant la crise financière et ont été parmi les premiers à remonter lorsque la reprise s'est amorcée. Nous constatons qu'il se produit exactement la même chose dans le cycle actuel, l'indice boursier sud-coréen (KOSPI), le prix du cuivre, le dollar canadien et l'indice de fret Baltic ayant tous grimpé bien au-dessus de leur niveau d'avant la pandémie. Ces indicateurs,

qui donnent un aperçu en temps réel de l'économie, laissent croire que la reprise poursuivra sur sa lancée.

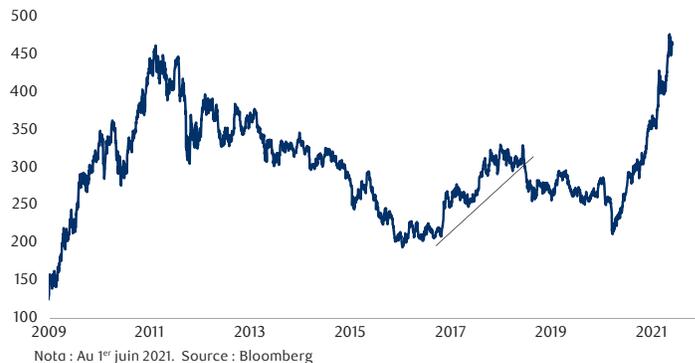
Du reste, l'indicateur avancé Duncan indique qu'il y a peu de chances qu'une autre récession frappe dans un avenir immédiat. Cet indice composite, qui rend compte de l'évolution de la consommation, des investissements ainsi que des ventes nationales et internationales, a jadis permis de formuler des prévisions fiables pour la croissance aux États-Unis. En moyenne, l'indicateur avancé Duncan culmine 12 mois avant le PIB (figure 3). Comme il a atteint de nouveaux sommets au dernier trimestre, on peut supposer qu'il n'y aura pas de récession avant au moins 12 mois. Bien que les chocs soient toujours possibles, l'indicateur avancé Duncan laisse entrevoir au moins une autre année de croissance économique, ce qui est conforme à notre point

Figure 2 : Indicateurs « doctoraux »

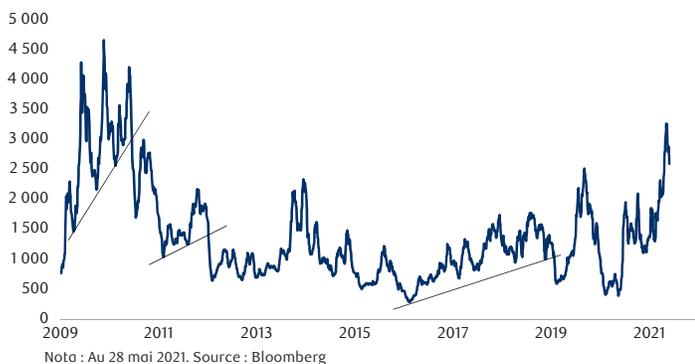
Indice des cours des actions coréennes (KOSPI)



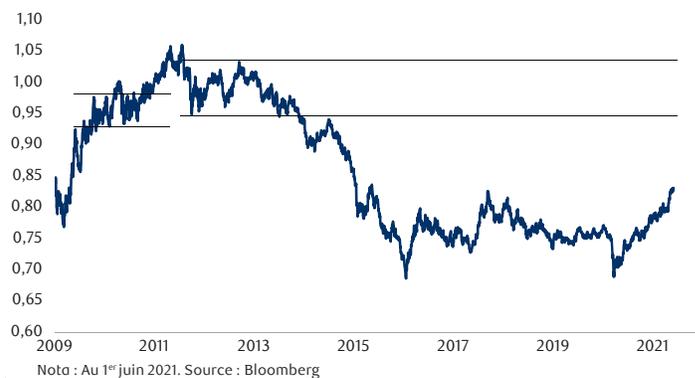
Cuivre – en cents US la lb sur le COMEX



Indice de fret Baltic



Taux de change CAD-USD



de vue selon lequel l'expansion en est encore à un stade précoce.

Les marchés retrouvent un certain calme après la panique de l'an dernier

Le calme relatif des marchés financiers contraste fortement avec la déroute de l'an dernier. Les vastes campagnes de vaccination contre la COVID-19 et une meilleure prévisibilité de la trajectoire de l'économie ont rassuré les investisseurs, entraînant un déclin de l'indice de volatilité VIX.

La volatilité pourrait rester faible pendant quelque temps, selon la corrélation entre la courbe des taux et le VIX. La figure 4 montre l'écart de taux entre les obligations du Trésor à 3 mois et celles à 10 ans (la courbe est inversée et décalée de 30 mois dans le graphique) et la trajectoire du VIX. Les deux lignes du graphique évoluent de concert et le fait que la courbe des taux s'est accentuée au cours des derniers trimestres indique que la volatilité devrait rester relativement faible pendant au moins deux ans.

Autre signe des conditions favorables du marché: les écarts de taux sont à leur niveau le plus bas depuis la période précédant la pandémie (figure 5). Souvent, le comportement des marchés du crédit permet d'anticiper les tensions sur les marchés financiers, car les fluctuations des écarts des obligations à rendement élevé annoncent généralement les problèmes à venir. D'après nos recherches, la durée et l'ampleur des corrections boursières ont tendance à être négligeables si les écarts de crédit demeurent stables. Or, au cours des derniers mois, les marchés du crédit n'ont pas connu de corrections

Figure 3 : Indicateur avancé Duncan

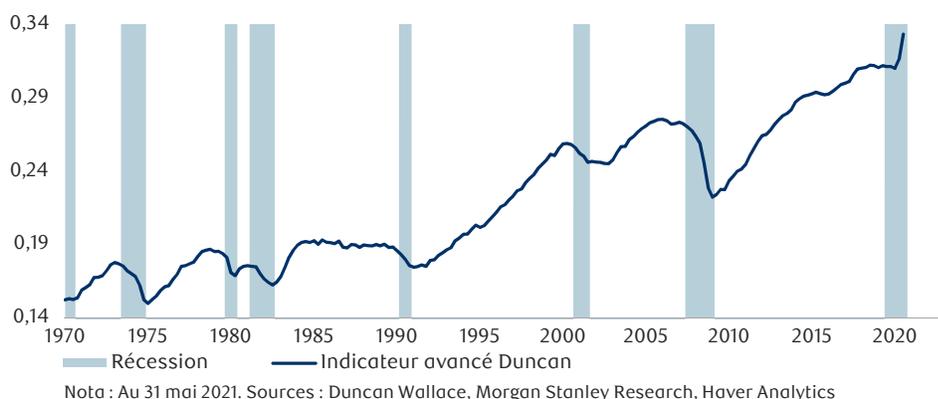


Figure 4 : Courbe de rendement des titres américains et indice de volatilité VIX

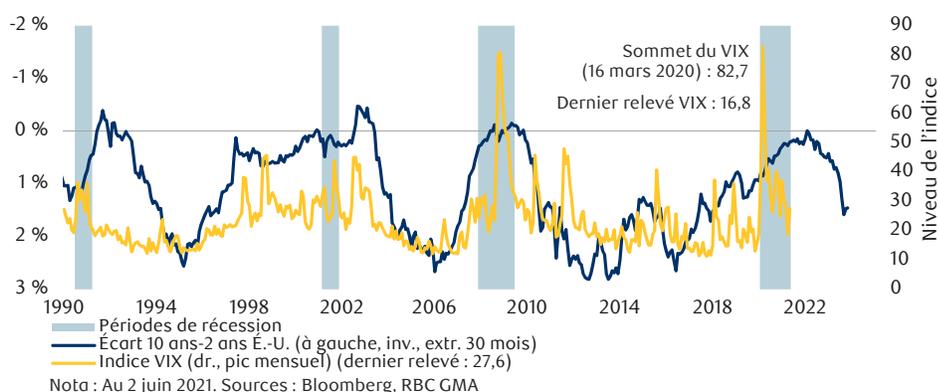
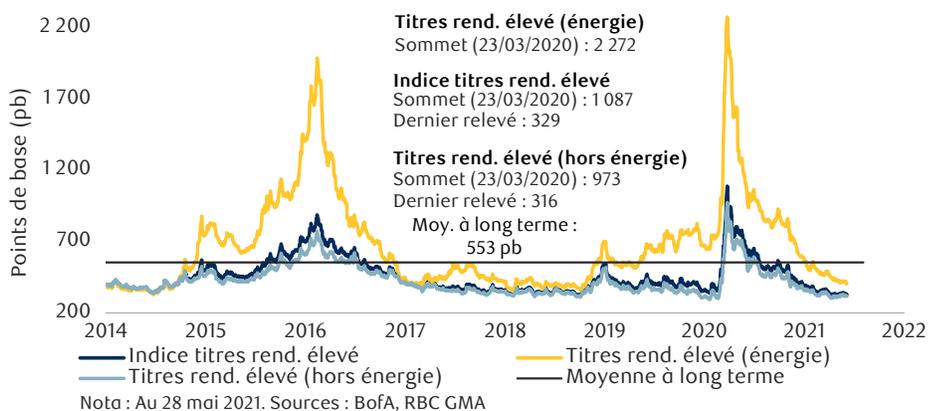


Figure 5 : Indice de titres américains à rendement élevé ICE BofA Écart corrigé en fonction des clauses optionnelles liées aux oblig. d'État



semblables à celles survenues sur les marchés boursiers. Les écarts sont restés très serrés et les actions ont fini par se redresser. Le maintien de faibles écarts sur le marché des obligations à rendement élevé restera de bon augure pour les actions.

L'inflation grimpe

Le fait que l'inflation augmente et que les attentes pourraient s'arrimer à ces nouveaux pics pose un risque pour les investisseurs. Les prix du carburant, des logements et des marchandises montent en flèche, et on sait que les pressions sur les prix à la consommation s'intensifient. La figure 6 montre que les anticipations inflationnistes en Europe, au Canada et aux États-Unis ont effectivement augmenté, mais seulement pour rejoindre leurs moyennes à très long terme. Nous continuons de croire que les forces structurelles liées à la technologie et à la situation démographique contiendront les tensions inflationnistes à long terme. Cela dit, une forte hausse additionnelle des anticipations inflationnistes pourrait susciter des inquiétudes et, dans ce cas, nous modifierions notre point de vue sur la politique monétaire.

Une inflation un peu plus élevée ne serait pas nécessairement mauvaise pour les actions, mais le risque d'une poussée soutenue ne peut être ignoré. La figure 7 ci-contre montre les rendements moyens sur un an de l'indice S&P 500, à partir des années 1930, segmentés selon divers niveaux d'inflation. Le graphique montre que les actions ont tendance à produire de piètres rendements durant les périodes d'inflation extrêmement faible (déflation) et extrêmement élevée (supérieure à 5,5 % environ),

Figure 6 : Prime d'inflation implicite à long terme
Point d'équilibre du taux d'inflation : taux nominal par rapport aux obligations à rendement réel à 10 ans

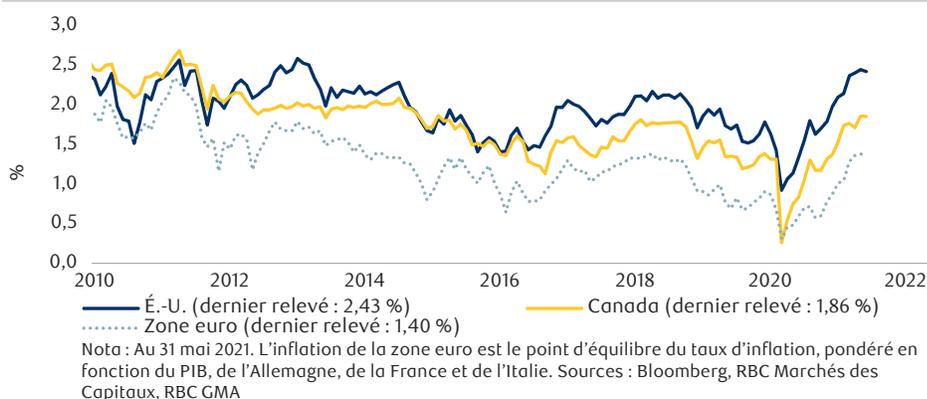
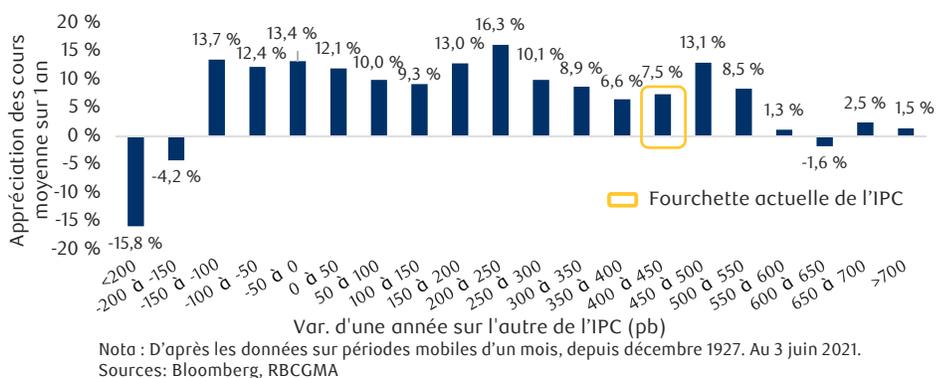


Figure 7 : Contexte d'inflation et rendement du S&P 500
Rendement actuel moyen sur 1 an



mais que les rendements sont plutôt bons entre les deux. Les marchés d'actions se portent beaucoup mieux dans un contexte d'inflation faible à modérée – ni trop élevée, ni trop basse. L'inflation se rapproche actuellement de la limite supérieure de ce qui paraît tolérable pour les marchés financiers, mais-si nos prévisions se concrétisent, elle reviendra à des niveaux plus modérés, probablement même d'ici la fin de l'année, lorsque l'effet de base diminuera et que les perturbations de l'offre s'atténueront.

Les banques centrales maintiennent une politique accommodante

Une autre raison qui explique l'excellent rendement des actifs à risque : les conditions financières demeurent extrêmement accommodantes et les banques centrales ne semblent pas près de changer de ton. Le comité fédéral de l'open market table sur 2023 pour la première hausse de taux, tandis que le marché des contrats à terme l'attend pour la fin de 2022 (figure 8). Comme ces deux projections

dépassent largement notre période prévisionnelle, nous nous contentons de ne prévoir aucune hausse de taux au cours des 12 prochains mois. Selon la règle de Taylor, un taux légèrement plus élevé pourrait être approprié en fonction de la croissance et de l'inflation actuelles et prévues (figure 9) ; or, conformément à son nouveau régime qui vise un taux d'inflation moyen, la Réserve fédérale américaine (Fed) entend tolérer une inflation supérieure à sa cible de 2,0 % afin de contrebalancer tout le temps qu'elle a passé sous ce niveau. Toujours est-il que le fait que la Fed a l'intention de maintenir une politique monétaire très expansionniste soutient aussi l'appétit pour le risque.

Les taux obligataires se stabilisent après une augmentation substantielle

Comme le marché obligataire tenait déjà compte en bonne partie des bonnes nouvelles liées aux vaccins, de la réouverture des économies et du raffermissement de l'inflation à la fin de 2020 et au début de 2021, il y a eu peu de motifs susceptibles d'entraîner une hausse des taux au cours du dernier trimestre. Durant les trois derniers mois, les taux obligataires étaient partout confinés à une fourchette étroite, suivant le retour à leurs niveaux d'avant la pandémie plus tôt cette année (figure 10). D'après nos modèles, le risque élevé d'évaluation qui menaçait le marché des obligations d'État au début de la pandémie a été grandement atténué par la flambée des taux obligataires au cours de la dernière année (page 43).

Figure 8 : Taux implicite des fonds fédéraux
Contrats à terme sur 12 mois

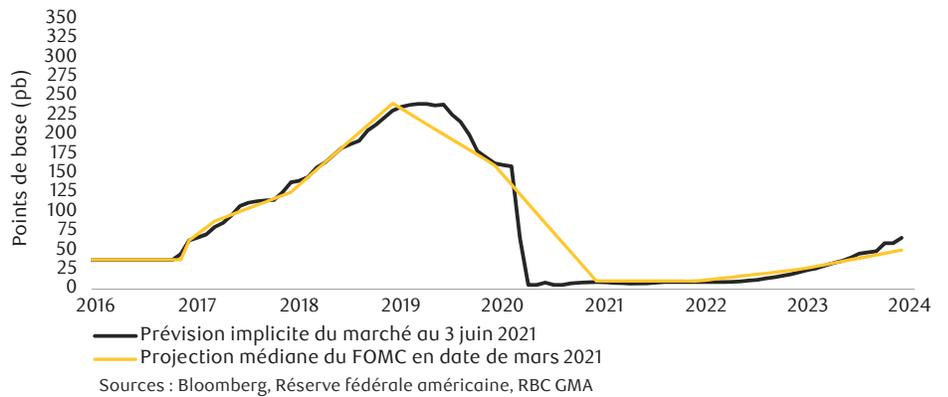


Figure 9 : Règle de Taylor de Koenig et taux des fonds fédéraux

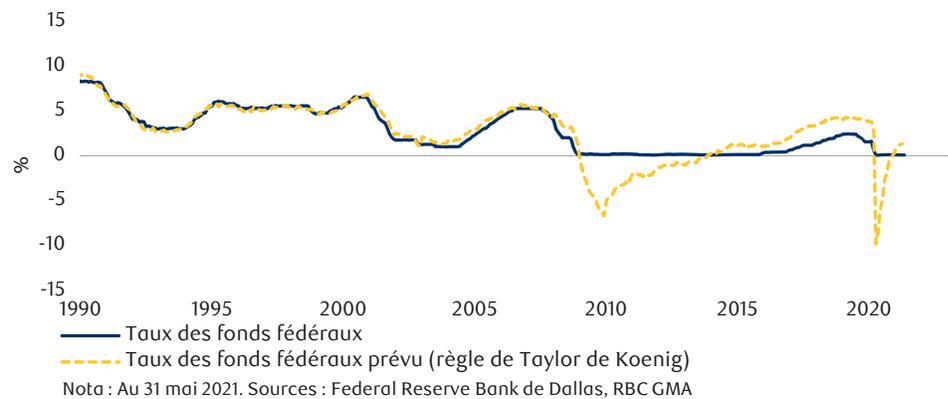
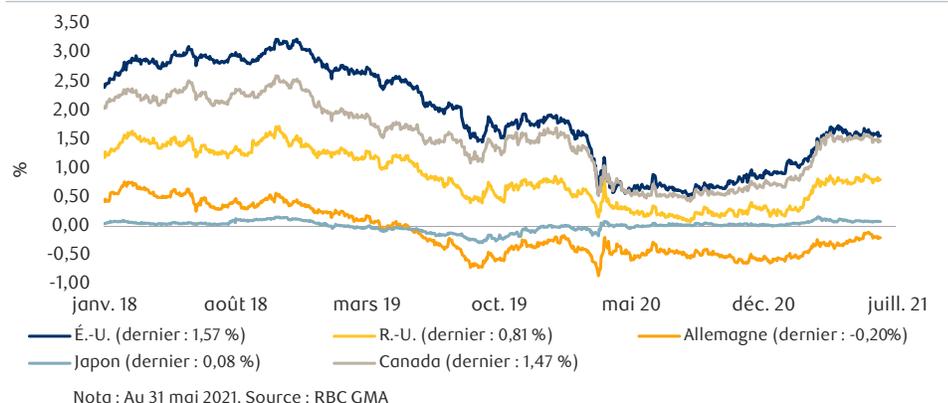
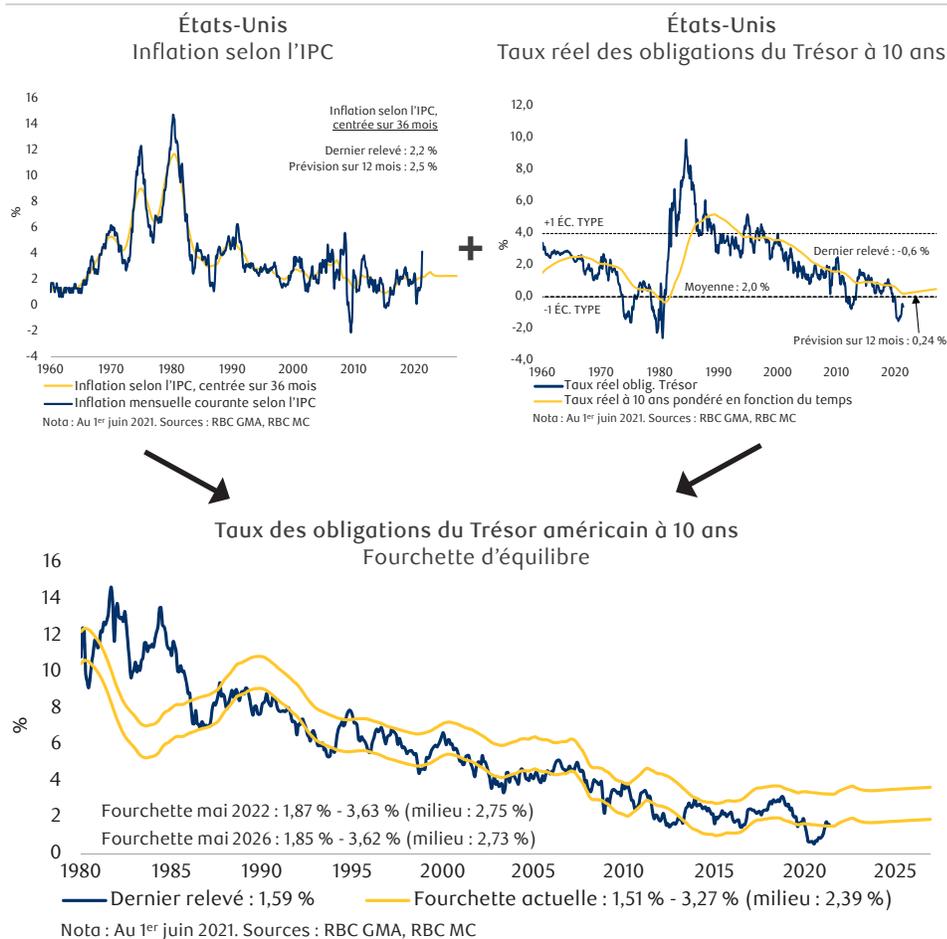


Figure 10 : Taux des obligations d'État à 10 ans



Aux États-Unis, les taux ont remonté à l'intérieur de notre fourchette d'équilibre au cours des six derniers mois en raison de la hausse de l'inflation et de la progression des taux d'intérêt réels. La figure 11 illustre les composantes de notre modèle d'obligations du Trésor à 10 ans, lequel additionne une prime d'inflation et un rendement en revenu réel pour établir le niveau d'équilibre des taux obligataires nominaux. Bien que l'inflation à court terme ait monté en flèche, nous prévoyons qu'elle redescendra à un niveau plus soutenable à long terme d'environ 2 %. Les taux réels pourraient continuer de décoller des niveaux négatifs actuels, mais nous pensons qu'ils finiront par se stabiliser entre 0 % et 1 % au cours des prochaines années, car les facteurs structurels liés à la démographie, à l'arrivée à maturité des économies émergentes et à une préférence accrue pour l'épargne au détriment des dépenses continuent d'exercer sur eux un puissant effet modérateur. Lorsque l'incidence de la pandémie se sera dissipée, les taux réels pourraient se situer entre 0 % et 1 %, et la prime d'inflation, à 2 %. Si ces hypothèses se révèlent exactes, le taux des obligations du Trésor à 10 ans pourra difficilement s'élever au-delà de 2 % ou 3 % à moyen ou long terme. À court terme, nous nous attendons à ce que les taux culminent à environ 1,75 % au courant de la prochaine année et, par conséquent, à ce que les obligations d'État produisent des rendements faibles pendant les 12 mois à venir.

Figure 11 : Taux des obligations du Trésor américain à 10 ans
Estimation de la juste valeur selon la composition



Les actions atteignent de nouveaux sommets, mais les valorisations semblent excessives, surtout sur les marchés américains

Les actions mondiales ont poursuivi leur progression au dernier trimestre, et les principaux indices boursiers ont atteint des niveaux records. L'indice S&P 500 a dégagé un rendement de 10,7 % au cours du trimestre clos le 31 mai 2021, soutenu par la croissance solide des bénéfices

des sociétés et la dépréciation du dollar américain. L'indice composé TSX, qui est sensible aux variations cycliques au Canada, a été plus performant, affichant un gain de 16,0 % en dollars américains, grâce à la vigueur des secteurs de la finance, des matières et de l'énergie. La solide remontée des actions au cours de la dernière année a poussé notre indicateur composite des valorisations boursières mondiales pondéré en fonction du PIB à son plus haut niveau depuis la période qui a précédé la crise

financière de 2008-2009 (figure 12). Il faut dire que les valorisations ont amorcé la dernière décennie à environ 50 % sous la juste valeur estimée par notre modèle, ce qui peut expliquer leur progression impressionnante. À leur niveau actuel, les valorisations ont peu d'effet sur les rendements. Nous constatons toutefois qu'actuellement, les valorisations supérieures à la moyenne reflètent en grande partie la prédominance des marchés américains ; certains marchés se négocient toujours à des prix attractifs inférieurs à leur juste valeur (page 44), comme le Royaume-Uni, le Japon et l'Europe.

Les cours indiquent que les investisseurs s'attendent à une forte croissance des bénéfices

Même si l'indice S&P 500 semble surévalué en ce moment, il pourrait croître assez rapidement pour atteindre ces valorisations élevées, car la hausse des volumes et un meilleur pouvoir de fixation des prix en contexte de reprise économique vigoureuse favorisent l'augmentation des revenus et des bénéfices. La relation étroite entre la croissance du PIB nominal et les revenus et bénéfices donne à penser que les ventes pourraient bondir de plus de 10 % lors de chacune des deux prochaines années, et que les bénéfices pourraient augmenter de près de 30 % en 2021 (figures 13 et 14) si nos prévisions de croissance économique se concrétisent. Le marché est emballé par ce contexte de croissance extraordinaire et, à notre avis, le S&P 500 mérite une prime élevée, car les bénéfices des sociétés montent

Figure 12 : Indice composite des marchés boursiers mondiaux
Indices des marchés boursiers par rapport au point d'équilibre

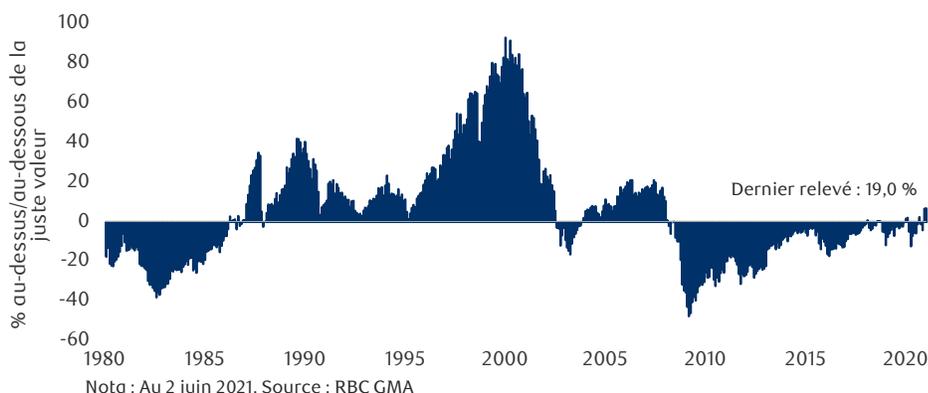


Figure 13 : États-Unis
Revenus du S&P 500 et PIB nominal

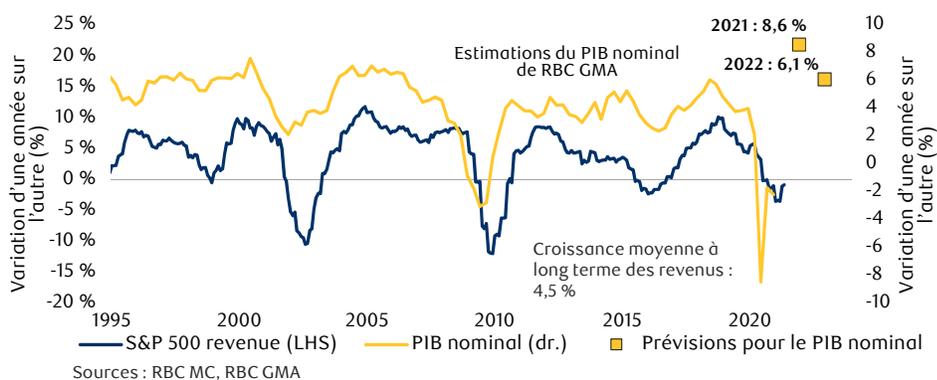
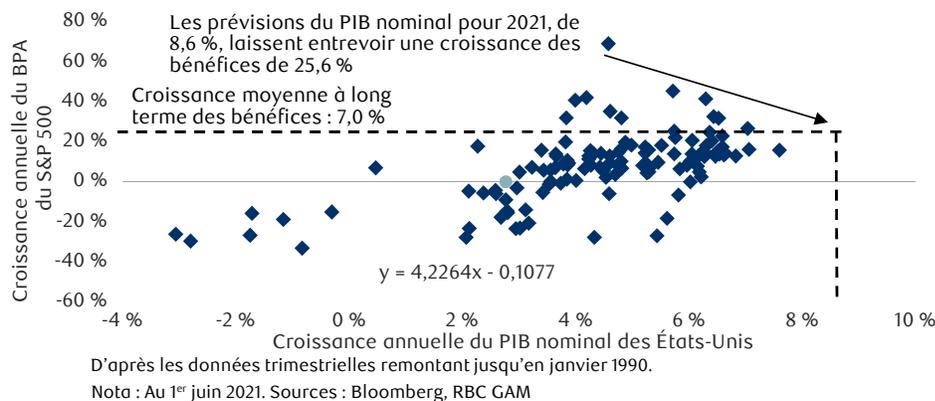


Figure 14 : BPA du S&P 500 par rapport à la croissance du PIB nominal des États-Unis



en flèche et devraient continuer de croître rondement pendant peut-être plusieurs années.

Au vu de la rapidité à laquelle les bénéfices rebondissent, les analystes relèvent leurs estimations. Au deuxième trimestre, les bénéfices ont dépassé les attentes pour 87 % des sociétés ; ce pourcentage dépasse nettement la moyenne historique de 69 % et est le plus élevé des 20 dernières années (figure 15). Compte tenu de la croissance extrêmement forte et de résultats meilleurs que

prévu, les analystes ont augmenté l'ensemble de leurs estimations. Les prévisions générales pour le bénéfice par action (BPA) de l'indice S&P 500 ont été accrues de près de 10 % depuis le début de l'année (figures 16 et 17).

D'après les cycles de bénéfices antérieurs, la hausse n'est peut-être pas terminée

Les tendances passées en matière de bénéfices indiquent que le cycle actuel est probablement loin d'être

terminé. Le cycle est encore au stade initial, les bénéfices étant inférieurs à leur sommet précédent ainsi qu'à leur tendance à long terme (figure 18). Normalement, les cycles se terminent lorsque les bénéfices ont retrouvé leur ligne de tendance haussière, ou la dépassent, avant de culminer. Selon les neuf derniers cycles de bénéfices depuis 1958, les hausses ont duré 5,4 ans en moyenne et ont plafonné à 64 % au-dessus du pic précédent (figure 19). Le cycle actuel a moins d'un an et les bénéfices demeurent

Figure 15 : Sociétés qui ont déclaré des résultats supérieurs aux prévisions générales

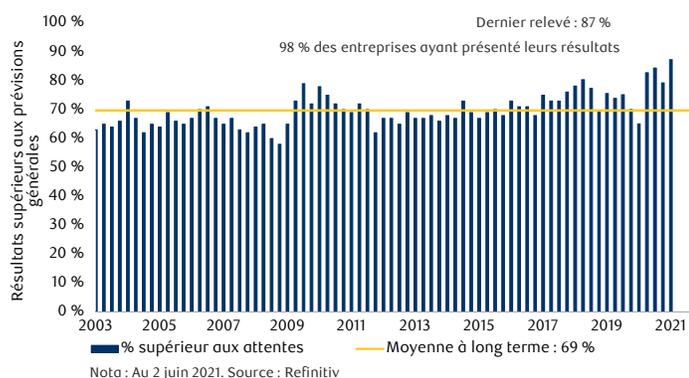


Figure 16 : Actions américaines
Sociétés dont les bénéfices ont été revus à la hausse

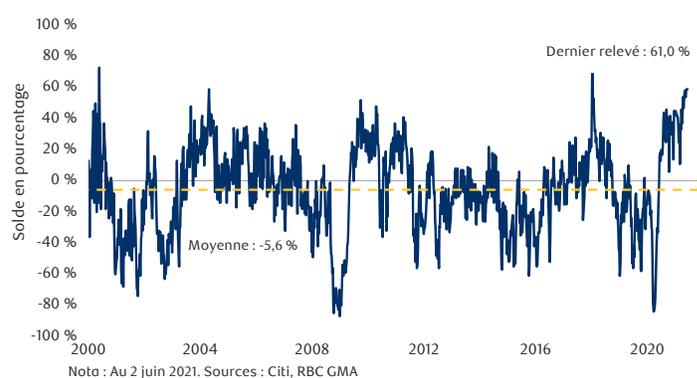


Figure 17 : Indice S&P 500
Estimations générales des bénéfices

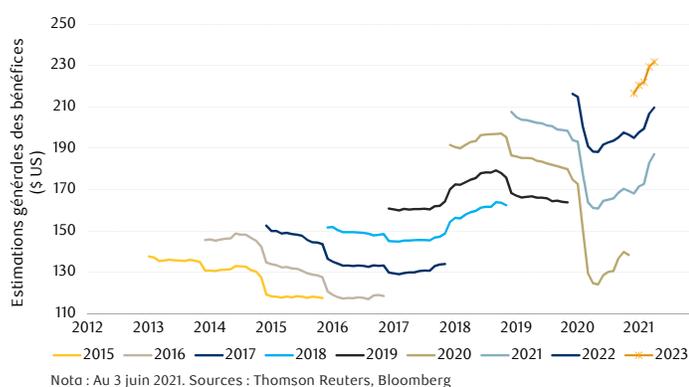
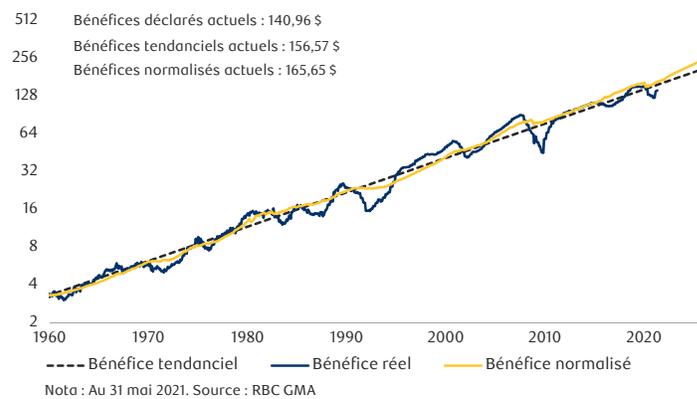


Figure 18 : Comparaison – Bénéfices du S&P 500



inférieurs de 7 % à leur sommet d'avant la pandémie. Les bénéfices pourraient donc augmenter encore de façon durable et significative à l'avenir, même si le cycle actuel s'avère relativement modéré.

L'analyse de scénarios révèle un potentiel de rendement attrayant, à condition que les valorisations demeurent supérieures au point d'équilibre

Selon notre analyse de divers scénarios, pour que les actions produisent des rendements attrayants, les valorisations devront rester supérieures au point d'équilibre calculé par notre modèle. Nos modèles indiquent que pour le S&P 500, un ratio cours-bénéfice des 12 derniers mois neutre est actuellement de 18x, ce qui cadre avec les taux d'intérêt, les taux d'inflation et la rentabilité des sociétés actuels et historiques. La figure 20 présente une multitude d'éventualités pour l'indice S&P 500 d'ici 2023, selon différentes combinaisons de bénéfices et de ratios cours-bénéfice (C/B). Si le BPA de l'indice S&P 500 était de 209,70 \$ en 2022 et que le ratio C/B se situait au point d'équilibre de 18,0x, l'indice atteindrait 3 772 d'ici la fin de l'année prochaine, soit une baisse de 10 % par rapport au niveau actuel. Pour 2023, le BPA estimatif de l'indice, soit 231,80 \$, combiné à un ratio C/B de 18,0x donne un niveau de 4 170, semblable au niveau actuel. Ces chiffres ne sont pas particulièrement encourageants, mais ils montrent que

Figure 19 : É.-U. – historique des bénéfices en périodes d'expansions cycliques

Creux des bénéfices	Sommet des bénéfices	Durée du cycle (années)	Conjoncture inflationniste	Augmentation des bénéfices du creux au sommet, en %	Variation du S&P 500 au cours du cycle, en %	Augmentation des bénéfices par rapport au sommet précédent, en %
sept. 1958	sept. 1959	1,0		13 %	14 %	
juin 1961	sept. 199	8,3		88 %	44 %	71 %
déc. 1970	sep. 1974	3,8	Élevée	50 %	(31 %)	45 %
sept. 1975	mars 1980	4,5	Élevée	83 %	22 %	73 %
déc. 1980	déc. 1981	1,0	Élevée	1 %	(10 %)	6 %
juill. 1983	juin 1989	5,9		101 %	96 %	60 %
janv. 1992	oct. 2000	8,8		258 %	250 %	129 %
avr. 2002	juill. 2007	5,3		115 %	35 %	61 %
oct. 2009	août 2019	9,8		236 %	182 %	69 %
déc. 2020	mai 2021?	0,4		14 %	12 %	(7 %)
Moyenne		5,4		86 %	67 %	64 %
Médiane		5,3		88 %	35 %	65 %
Écart type		3,2		89 %	93 %	34 %

Une conjoncture inflationniste élevée se caractérise par une inflation supérieure à 3,6 %.

Figure 20 : Prév. de bénéfices et autres scénarios de valorisations et de résultats de l'indice S&P 500

		Prév. ascendantes 2021	Prév. ascendantes 2022	Prév. ascendantes 2023
	C/B	187,1 \$	209,7 \$	231,8 \$
+1 écart type	22,3	4 164,3	4 666,3	5 157,9
+0,5 écart type	20,1	3 765,3	4 219,3	4 663,7
Équilibre	18,0	3 366,3	3 772,2	4 169,6
-0,5 écart type	15,9	2 967,4	3 325,1	3 675,4
-1 écart type	13,7	2 568,4	2 878,0	3 181,2

Nota : Au 1^{er} juin 2021. Sources : Bloomberg, Thomson Reuters, RBC GMA

le marché ne s'est pas trop emballé et que, si la confiance s'érode, les actions ne devraient pas descendre bien loin de leur niveau actuel. Néanmoins, nous pensons que le ratio C/B pourrait dépasser le point d'équilibre d'un demi-écart type ou d'un écart type entier, dans un contexte de faibles taux d'intérêt et de choix limités pour les investisseurs. Un ratio de 20,1x le BPA actuel de l'indice, de 231,80 \$ d'ici 2023, situerait l'indice à 4 664 et générerait un rendement total annualisé d'environ 5,8 % d'ici la fin de 2023. Nous en sommes venus à la conclusion que les actions américaines pourraient offrir des rendements respectables allant de 5 % à 10 % si la confiance des investisseurs se maintient et que les bénéfiques sont toujours au rendez-vous.

Les styles de placement confirment les perspectives favorables

Une rotation majeure des styles s'est opérée sur le marché depuis novembre 2020, après que l'annonce des résultats positifs des essais cliniques de vaccins eut ravivé l'espoir que le virus puisse être endigué. Les investisseurs se sont alors tournés vers les actions de sociétés à petite capitalisation et les actions de valeur, qui ont tendance à être plus sensibles aux variations de la croissance économique. L'indice S&P 600 des sociétés à petite capitalisation a surpassé l'indice des sociétés à grande capitalisation de 33 % depuis le début de novembre, et l'indice de valeur S&P 500 a gagné 15 % par rapport à l'indice de croissance S&P 500 au cours de la même période (figure 21). Bien que les deux styles soient redescendus de leurs récents sommets relatifs, ils n'ont pas cessé

Figure 21 : Rendement relatif des styles



de progresser depuis les creux de la fin de 2020, ce qui laisse croire que l'économie continue de s'améliorer.

Composition de l'actif – maintien d'une surpondération en actions et d'une sous-pondération en obligations

La reprise économique est stimulée par les facteurs cycliques favorables que sont les mesures colossales de relance monétaire et budgétaire, l'assouplissement des restrictions liées à la COVID-19 et les taux d'intérêt bas. Nous nous attendons à une très forte croissance économique en 2021 et à une croissance supérieure à la moyenne l'an prochain, car la progression de l'économie s'accélère à un rythme permettant de soutenir une hausse appréciable des bénéfices des sociétés. L'inflation grimpe, mais à notre avis, elle ne devrait pas demeurer à des niveaux problématiques. Nous pensons que la hausse des prix retournera à sa moyenne à long terme. Pour toutes ces raisons, nous croyons que notre appétit pour le risque est approprié.

Il est important de tenir compte des forces structurelles pour établir la bonne répartition de l'actif. Des changements démographiques majeurs et un ralentissement de la croissance dans les pays émergents devraient maintenir les taux d'intérêt réels à un bas niveau et réduire le potentiel de rendement de toutes les catégories d'actif au cours des prochaines décennies. En fait, une façon fiable de prévoir les rendements sur 10 ans des obligations consiste à examiner le rendement à l'échéance actuel. Or, celui-ci semble pointer vers de faibles rendements à un chiffre du côté des obligations d'État (figure 22). Pour ce qui est des actions, le ratio C/B ajusté en fonction du cycle de Shiller s'est également avéré être un outil de prévision crédible. Il indique quant à lui des rendements légèrement inférieurs à la moyenne pour les actions américaines, en particulier au cours de la prochaine décennie, mais nettement supérieurs à ceux des obligations (figure 23).

Nous favorisons donc une surpondération notable en actions.

Rappelons que nous avons fait passer la pondération stratégique neutre des actions de 55 % à 60 % il y a plus d'un an, en raison des attentes de rendement à long terme extrêmement basses dans le segment des titres à revenu fixe. Nous croyons donc que les investisseurs qui détiennent des régimes d'épargne à long terme souhaiteront réduire leurs placements dans les obligations d'État, et augmenter la pondération des actions. Cela dit, la forte progression des actions américaines au cours de la dernière année nous force à reconnaître que leurs valorisations sont élevées, et que l'écart entre la prime de risque des actions et celle des obligations s'est quelque peu rétréci. Par conséquent, nous avons réduit de 50 points de base notre surpondération en actions par rapport au dernier trimestre, en puisant uniquement dans les actions américaines, dont nous avons affecté le produit aux obligations. Dans le cas d'un portefeuille mondial équilibré, nous recommandons actuellement la répartition de l'actif suivante : 64 % en actions (position neutre stratégique : 60 %), 35 % en titres à revenu fixe (position neutre stratégique : 38 %) et le reste en liquidités.

Figure 22 : Obligation du Trésor américain à 10 ans et rendements

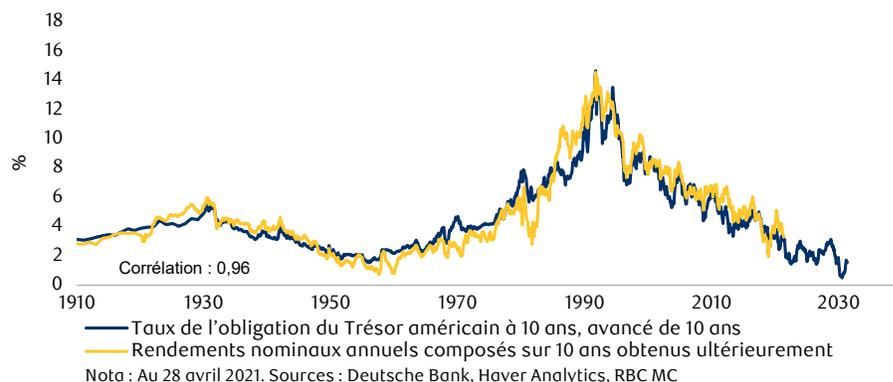
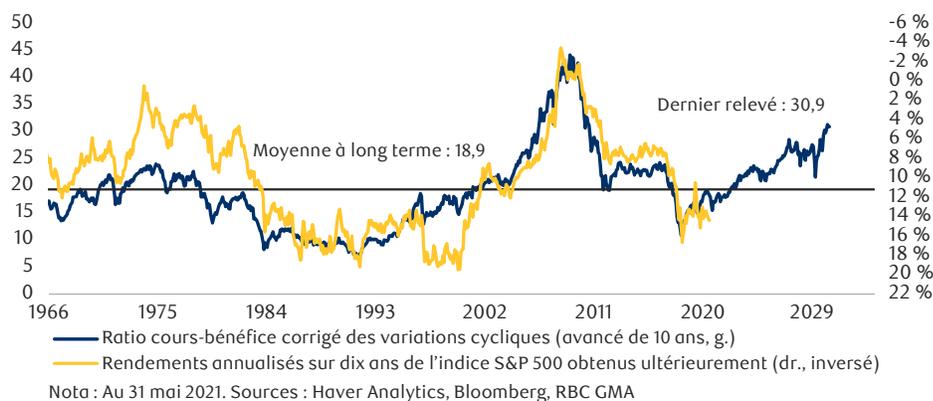
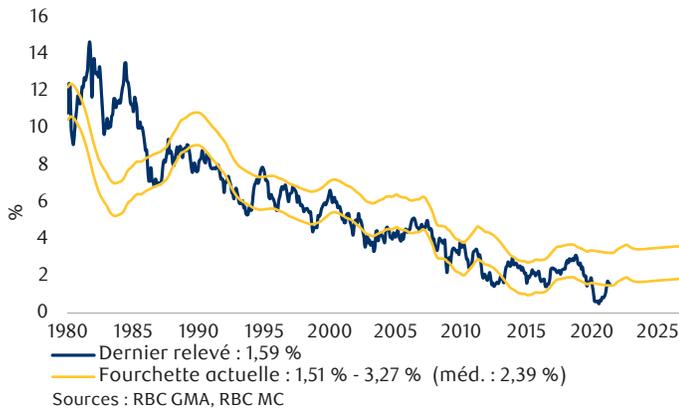


Figure 23 : Ratio Shiller cours-bénéfice corrigé des variations cycliques – Indice S&P 500 réel/moyenne sur 10 ans du BPA réel

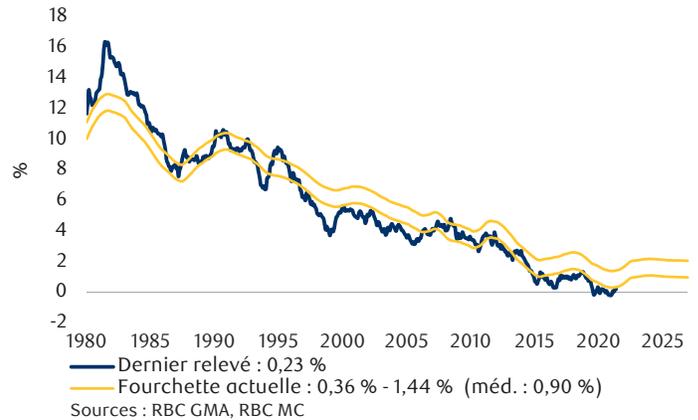


Marchés mondiaux des titres à revenu fixe

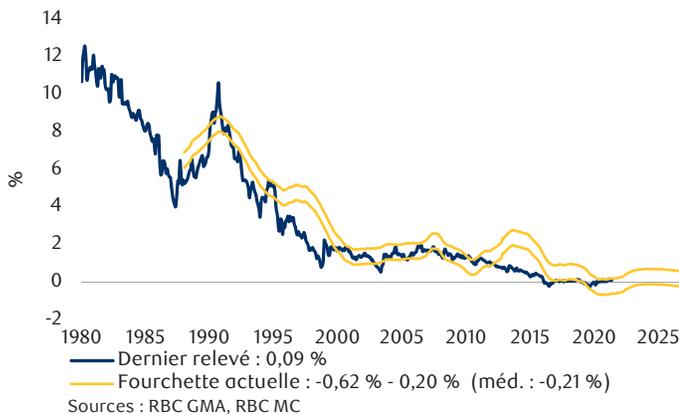
États-Unis : taux des obligations du Trésor à 10 ans
Fourchette d'équilibre



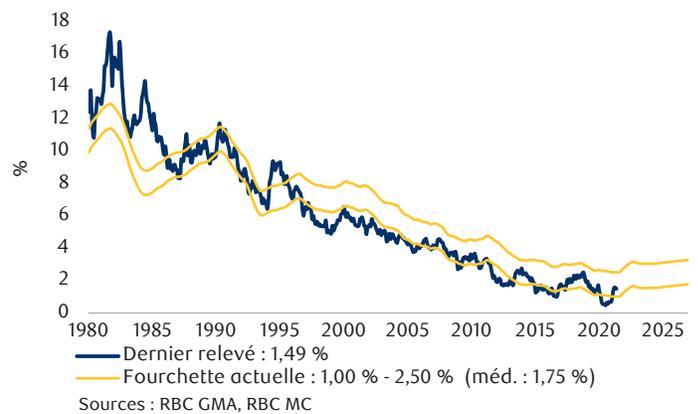
Zone euro : taux de l'obligation à 10 ans
Fourchette d'équilibre



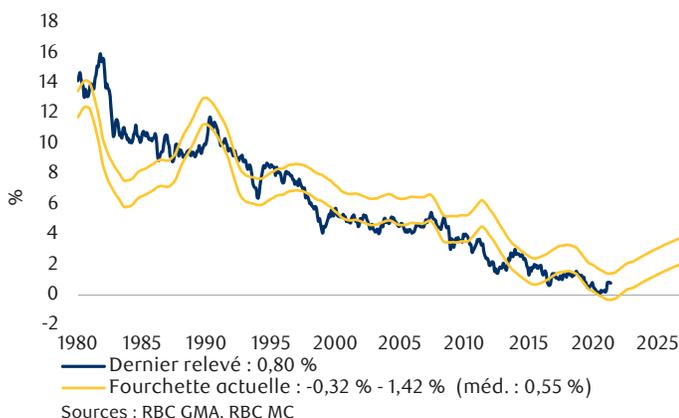
Japon : taux de l'obligation à 10 ans
Fourchette d'équilibre



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



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

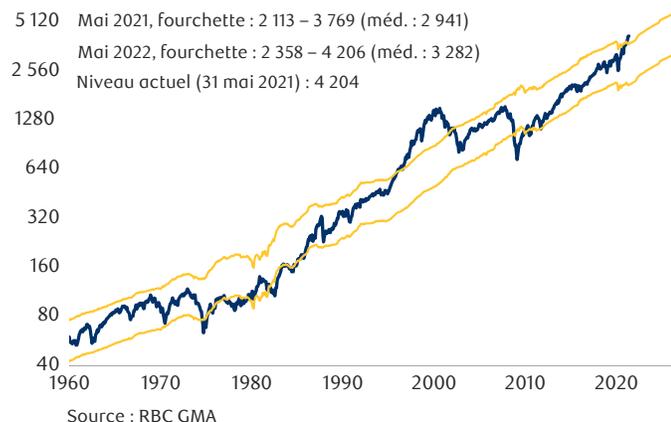


<< D'après nos modèles, le risque élevé d'évaluation apparu sur le marché des obligations d'État au début de la pandémie a été grandement atténué par la flambée des taux obligataires au cours de la dernière année. >>

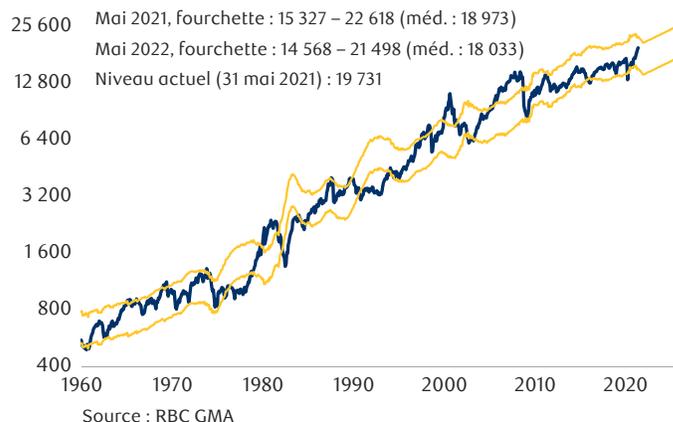
Nota : Au 1^{er} juin 2021. Source : RBC GMA

Marché mondial des actions

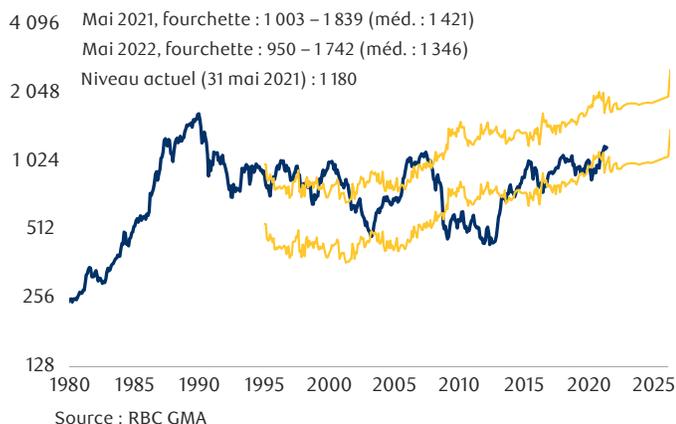
S&P 500 : niveau d'équilibre
Valorisations et bénéfices normalisés



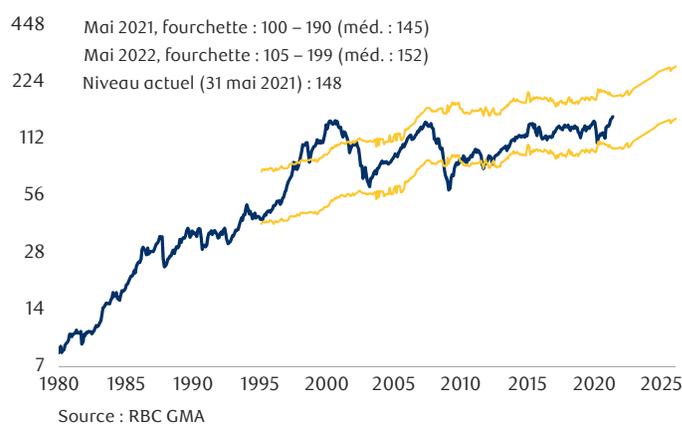
Indice composé S&P/TSX : niveau d'équilibre
Valorisations et bénéfices normalisés



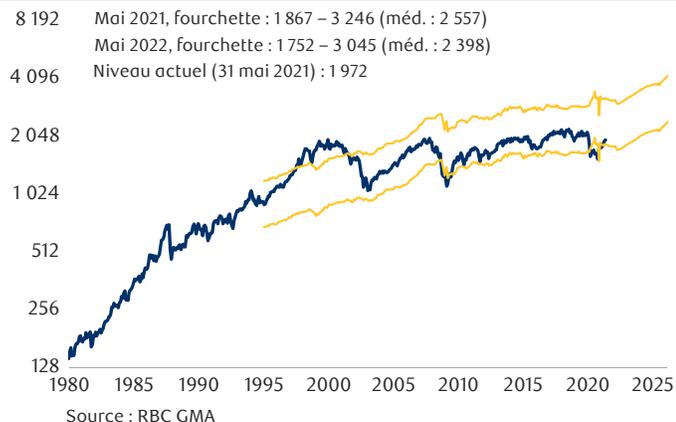
Japon : indice MSCI
Valorisations et bénéfices normalisés



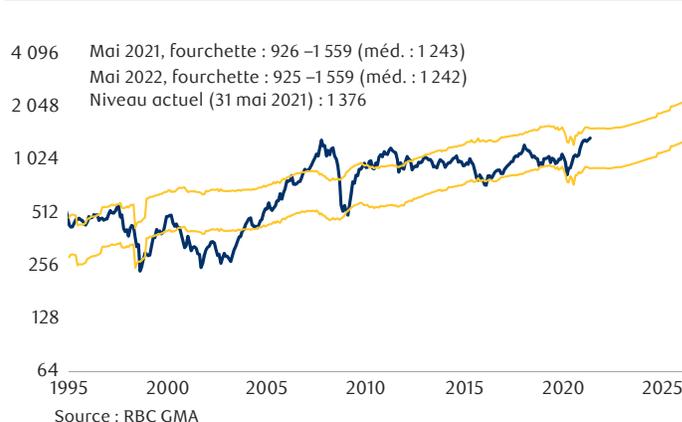
Zone euro : indice MSCI
Valorisations et bénéfices normalisés



Royaume-Uni : indice MSCI
Valorisations et bénéfices normalisés



Marchés émergents : indice MSCI
Valorisations et bénéfices normalisés



Marchés mondiaux des titres à revenu fixe

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.

Taylor Self, MBA

Gestionnaire associé de portefeuille
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

Les taux des obligations d'État ont été plutôt stables au cours des trois derniers mois ; ils restent assez bas, mais correspondent à notre fourchette de juste valeur. Au cours des 12 prochains mois, nous prévoyons que les taux augmenteront, mais beaucoup moins vite qu'au début de l'année 2021. La croissance économique ainsi que l'inflation atteindront probablement leur sommet cet été, ce qui dissipera en grande partie les pressions exercées sur les cours obligataires. Nous prévoyons que le taux des obligations du Trésor américain à dix ans sera de 1,75 % d'ici 12 mois.

Les pires jours de la pandémie s'éloignent et les données sur l'inflation, les plus élevées depuis une dizaine d'années, deviennent une importante source d'inquiétude pour les porteurs d'obligations. Aux États-Unis, les prix à la consommation ont grimpé de 4,2 % en avril par rapport à l'année précédente, enregistrant leur hausse la plus rapide depuis 2008 (figure 1) ; au Canada, cette hausse a été de 3,4 %, la plus forte depuis 2011. Nous croyons que l'inflation a encore augmenté en mai et que cette période d'inflation élevée pourrait se prolonger jusqu'au milieu de l'année. Les prix des actifs augmentent aussi, et les prix des

logements ont bondi d'environ 25 % dans la plupart des pays développés. Nous sommes toutefois d'avis qu'une forte remontée de l'inflation est peu susceptible de durer, et cette opinion est prise en compte dans nos prévisions à l'égard des taux obligataires. Une augmentation plus marquée de l'inflation ferait grimper les taux beaucoup plus que ce que nous prévoyons.

La hausse de l'inflation représente-t-elle un signe précurseur d'une intensification persistante des pressions sur les prix dans l'avenir ? Selon toute probabilité, l'inflation restera supérieure à 2 % pendant la plus grande partie de 2021, mais les hausses de prix devraient s'atténuer après les prochains mois. L'inflation devrait finir par redescendre à la cible fixée par les banques centrales, aux alentours de 2 %, voire en deçà. Depuis des années, les banques centrales cherchent à générer une inflation appréciable ; les chaînes d'approvisionnement industrielles et les travailleurs ont subi un choc

historique à cause de la pandémie, mais celle-ci n'a pas supplanté certaines forces structurelles qui pèsent sur les prix, notamment le vieillissement des populations, l'innovation technologique, les inégalités grandissantes en matière de salaires et de richesse, ainsi que la capacité croissante des sociétés à fixer les salaires.

Nous croyons aussi que la poussée initiale de l'inflation causée par la pandémie devrait être suivie de pressions déflationnistes. Celles-ci comprennent une hausse du taux de participation de la population active (étant donné que l'option du télétravail procure un accès à l'emploi à davantage de gens), l'accélération de la transition vers le commerce électronique (puisque les prix en ligne ont tendance à être moins élevés que dans les magasins physiques) et l'augmentation du taux d'épargne (étant donné que les répercussions psychologiques de la pandémie incitent les ménages à accroître leurs réserves pour les temps difficiles).

Figure 1 : L'inflation aux États-Unis n'a jamais été aussi forte depuis 2008 – Indice des prix à la consommation aux États-Unis (variation d'une année sur l'autre)



Nota : Au 26 mai 2021. Source : Bureau of Labor Statistics des États-Unis

Cela dit, nous ne sommes pas entièrement tirés d'affaire au chapitre de l'inflation. La réouverture de l'économie se déroule de façon inégale : en effet, les consommateurs hésitent relativement peu à dépenser pour des biens, mais l'activité dans les secteurs des services demeure limitée du fait que ces entreprises exigent souvent des contacts étroits entre les gens. Par conséquent, les sommes qui seraient habituellement affectées aux dépenses au restaurant, au salon de coiffure ou en vacances l'ont été à l'achat d'appareils électroniques ou aux rénovations de la maison. Par ailleurs, les chaînes d'approvisionnement des sociétés peinent à répondre à la demande, et une bonne partie de l'inflation actuelle est attribuable aux fabricants de biens qui augmentent leurs prix pour transmettre la hausse des coûts à leurs clients.

Pour sa part, la demande des consommateurs est soutenue par l'augmentation massive des dépenses publiques liées à la pandémie et financées par la vente d'obligations. Partout dans le monde, les déficits des gouvernements n'ont jamais été aussi élevés, sauf en temps de guerre, et donnent peu de signes de réduction. La prolongation des dépenses publiques astronomiques et de taux d'intérêt historiquement bas, au moment où s'estompent les pires effets économiques de la pandémie, fait craindre que les gouvernements utilisent la pandémie pour ajouter des programmes budgétaires permanents au lieu de chercher simplement à contrebalancer les pertes liées à la COVID-19.

Un dernier élément suscite des craintes d'inflation : il s'agit du fait que les banquiers centraux actuels aient tous atteint l'âge de la majorité au cours des dernières décennies, marquées par un recul de l'inflation, et qu'ils semblent davantage susceptibles de la laisser grimper que tout autre groupe depuis les années 1960. Il existe en effet des craintes fondées que ces dirigeants préfèrent laisser l'inflation s'enflammer plutôt que de freiner la reprise de l'économie.

Ce ne sont pas les précédents qui manquent pour justifier les craintes d'inflation après la pandémie, en particulier dans la foulée d'importants programmes de relance des gouvernements. L'inflation a bondi de 4 % lorsque l'économie a amorcé sa reprise après la crise financière de 2008-2009, avant de s'estomper, car les effets cycliques du rebond de l'économie se sont atténués et les facteurs structurels sont revenus à l'avant-scène. Ce sera probablement le cas cette fois-ci. À mesure que la demande de biens s'atténue et que les services effectueront un retour en force, l'incidence inflationniste du déséquilibre des dépenses des consommateurs devrait disparaître.

La plupart des banques centrales considèrent que la hausse actuelle de l'inflation sera probablement temporaire. Par conséquent, elles porteront leur attention sur les dommages causés par la pandémie sur les marchés du travail, en particulier aux ménages à faible revenu dont les membres travaillent habituellement dans les secteurs des services. Les banques centrales seront donc peu susceptibles d'amorcer le relèvement

des taux d'intérêt tant que le rétablissement du marché de l'emploi ne sera pas avancé. Les programmes gouvernementaux d'urgence ont contribué à atténuer les pires effets économiques de la crise, mais tôt ou tard, ils prendront fin. Pour ces ménages, la reprise postpandémique sera vraisemblablement lente, contrairement à celle du marché boursier. Signalons qu'il a fallu au marché de l'emploi la plus grande partie de la décennie pour récupérer les postes perdus lors de la crise financière de 2008-2009.

Les taux obligataires ne devraient augmenter que lorsque le rétablissement du marché de l'emploi sera fermement établi et que les investisseurs prévoient que les banques centrales se rapprochent du moment où elles relèveront les taux d'intérêt. Mais ces conditions sont encore loin d'être réunies, selon nous. Les marchés des titres à revenu fixe tablent sur un retour aux taux directeurs antérieurs à la pandémie, ce qui surestime le niveau obstinément élevé de l'inflation et sous-estime les dommages que la COVID-19 a probablement causés sur les marchés de l'emploi.

Orientation des taux d'intérêt

États-Unis – L'inflation a atteint en avril son niveau le plus élevé en plus de dix ans, à 4,2 %, et devrait rester forte au cours des prochains mois, car les répercussions liées à la pandémie font sentir leur effet sur les statistiques sur 12 mois et l'étranglement de l'offre reste prononcé. Pour l'instant, nous ne prévoyons pas que l'inflation augmentera au point d'inquiéter la Réserve fédérale (Fed). La reprise du

marché de l'emploi aux États-Unis n'en est toujours qu'à ses balbutiements et la Fed devrait considérer qu'un taux d'inflation élevé n'est que temporaire. Les indicateurs du marché donnent à penser que la première hausse de taux devrait être décrétée à la fin de 2022 ou au début de 2023.

Nous ne prévoyons aucun changement du taux des fonds fédéraux au cours des 12 prochains mois. Selon nous, il est plus probable que la prochaine hausse de taux soit décrétée en 2023 qu'en 2022. Mais bien avant cette première hausse de taux, la Fed amorcera le ralentissement de ses achats d'actifs, un processus en plusieurs étapes qui prendra un certain temps. Selon nous, le taux des obligations du Trésor américain à dix ans s'établira autour de 1,75 % au cours des 12 prochains mois. Les taux obligataires devraient rester confinés dans une fourchette étroite pendant le reste de l'année, car les soubresauts de la croissance et de l'inflation dans la foulée de la pandémie devraient s'atténuer.

Canada – En raison du ton adopté par les dirigeants de la Banque du Canada, les investisseurs sont d'avis que la banque centrale pourrait réduire ses mesures de relance monétaire plus tôt que prévu, même si elle s'est engagée à maintenir son taux directeur à un niveau aussi bas qu'il est raisonnablement possible. Selon la Banque du Canada, sa cible d'inflation de 2 % sera durablement atteinte au second semestre de 2022, plutôt qu'en 2023. Comme prévu, la banque centrale a aussi réduit ses achats d'obligations, qui sont passés de 4 G\$ à 3 G\$ par

semaine, et nous nous attendons à ce qu'ils diminuent à 2 G\$ au cours des six prochains mois. La décision de la Banque du Canada de réduire ses achats d'actifs contraste avec celle de la Fed, qui considère qu'il est trop tôt, ne serait-ce que pour discuter de la possibilité de diminuer ses achats d'obligations. Cette réduction a été attribuable aux craintes que la banque centrale canadienne détienne une part trop importante du marché obligataire du pays.

En avril, le gouvernement fédéral a publié un premier budget depuis 2019 et les prévisions d'émissions d'obligations étaient conformes aux attentes des investisseurs, qui tablent sur des émissions de 286 G\$ pour l'exercice en cours, en baisse par rapport aux 374 G\$ de l'exercice précédent. Le gouvernement entend consacrer une plus grande partie de ses émissions aux obligations de plus longue échéance, ce qui pourrait limiter leur rendement, selon nous. Selon les prévisions contenues dans le budget, les obligations à dix ans ou plus représenteront 42 % des émissions pour l'exercice en cours, comparativement à 29 % l'an dernier et à 19 % il y a deux ans.

Les taux des obligations canadiennes se sont stabilisés après avoir doublé au premier trimestre de 2021, et nous prévoyons que les taux obligataires resteront confinés dans une fourchette en raison de la solide croissance de l'économie, de l'accroissement de l'inflation et des émissions d'obligations gouvernementales. Les investisseurs tablent sur un resserrement d'environ 40 à

50 points de base d'ici la fin de 2022, conformément aux prévisions actuelles de la Banque du Canada et aux nôtres. Au cours des 12 prochains mois, nous ne prévoyons aucun changement du taux cible du financement à un jour de la Banque du Canada, actuellement de 25 points de base, et nous nous attendons à ce que le taux des obligations du gouvernement du Canada à dix ans atteigne 1,60 %.

Japon – La Banque du Japon n'a pas modifié sa politique monétaire pendant le dernier trimestre et devrait opter pour le statu quo au cours des 12 prochains mois. Il est peu probable que son taux directeur, actuellement de -0,10 %, soit modifié en l'absence d'une réévaluation fondamentale du cadre de politique monétaire de la banque centrale ; or, la Banque du Japon vient tout juste d'achever un examen exhaustif de sa politique. En nous fondant sur les résultats de cet examen, nous avons légèrement accru la probabilité d'un taux directeur passant plus loin en territoire négatif. À cette étape du cycle, toutefois, cette éventualité est peu vraisemblable, en l'absence d'un ralentissement marqué de l'activité. Par ailleurs, les Jeux olympiques de Tokyo, cet été, devraient donner un bon coup de fouet à l'économie, et nous prévoyons une certaine accentuation de la courbe des taux au Japon. À long terme, la probabilité d'une augmentation des taux obligataires est peu élevée en raison de l'inflation obstinément faible ainsi que du vieillissement et de la diminution de la population. Nous prévoyons que le taux des obligations d'État japonaises à dix ans s'établira à 0,10 % d'ici 12 mois, une augmentation

de cinq points de base par rapport à notre prévision du trimestre dernier.

Royaume-Uni – Le Royaume-Uni fait figure de chef de file au chapitre de la vaccination de sa population, et la réouverture de l'économie du pays se produit au moment même où le parti conservateur au pouvoir, qui a longtemps été un tenant de la probité et de l'austérité budgétaire, a plutôt décidé d'accroître le flot de mesures budgétaires. L'expansion budgétaire et la pandémie ont occulté en partie les perturbations causées par le retrait officiel du pays de l'Union européenne, à la fin de 2020. Néanmoins, l'économie britannique se porte raisonnablement bien compte tenu des circonstances, et les taux des obligations d'État sont orientés à la hausse. Nous prévoyons que la Banque d'Angleterre restera sur la touche pendant au moins 12 mois ; d'ici là, nous verrons bien si l'économie mondiale a remonté la pente. Nous nous attendons à ce que le taux des obligations d'État britanniques à dix ans s'établisse à 0,70 % au cours des 12 prochains mois.

Zone euro – La campagne de vaccination dans la zone euro a été à la traîne des autres marchés développés, ce qui a eu pour effet de ralentir l'activité économique ; en effet, l'économie de la zone euro s'est contractée contre toute attente au cours des trois premiers mois de l'année. Les pressions inflationnistes dans la région sont relativement faibles, comparativement aux États-Unis, ce qui porte les investisseurs à conclure que le relèvement des taux s'amorcera plus tard et sera plus modeste. Les programmes d'achats d'actifs de la Banque

Prévisions sur 12 mois des taux d'intérêt

Calcul du rendement total : 26 mai 2021 – 27 mai 2022

É.-U.						
	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans	Rendement (local)
Base	0,13 %	0,30 %	1,00 %	1,75 %	2,40 %	0,60 %
Var. p. rap. au trim. préc.	0,00 %	(0,10 %)	0,30 %	0,45 %	0,40 %	
Élevé	0,25 %	0,90 %	1,50 %	2,25 %	2,80 %	(2,21 %)
Faible	0,13 %	0,13 %	0,00 %	1,00 %	1,50 %	6,35 %
Rend. total prévu couvert en \$ US : 0,89 %						
Allemagne						
	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans	Rendement (local)
Base	(0,50 %)	(0,50 %)	(0,50 %)	(0,25 %)	0,30 %	(0,23 %)
Var. p. rap. au trim. préc.	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,10 %	0,40 %	
Élevé	(0,50 %)	(0,25 %)	(0,20 %)	0,00 %	0,35 %	(1,55 %)
Faible	(0,50 %)	(0,60 %)	(0,75 %)	(0,75 %)	(0,35 %)	7,51 %
Rend. total prévu couvert en \$ US : 1,17 %						
Japon						
	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans	Rendement (local)
Base	(0,10 %)	(0,10 %)	(0,05 %)	0,10 %	0,65 %	0,52 %
Var. p. rap. au trim. préc.	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,05 %	0,00 %	
Élevé	(0,10 %)	(0,05 %)	0,00 %	0,25 %	0,85 %	(2,46 %)
Faible	(0,10 %)	(0,10 %)	(0,10 %)	(0,10 %)	0,40 %	4,48 %
Rend. total prévu couvert en \$ US : 0,85 %						
Canada						
	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans	Rendement (local)
Base	0,25 %	0,50 %	1,00 %	1,50 %	2,00 %	2,07 %
Var. p. rap. au trim. préc.	0,00 %	0,00 %	0,25 %	0,40 %	0,40 %	
Élevé	0,38 %	0,75 %	1,50 %	2,00 %	2,40 %	(1,52 %)
Faible	0,15 %	0,15 %	0,50 %	1,00 %	1,50 %	6,64 %
Rend. total prévu couvert en \$ US : 1,83 %						
R.-U.						
	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans	Rendement (local)
Base	0,10 %	0,20 %	0,40 %	0,70 %	1,30 %	1,00 %
Var. p. rap. au trim. préc.	0,00 %	0,00 %	0,15 %	0,40 %	0,50 %	
Élevé	0,10 %	0,40 %	0,75 %	1,10 %	1,40 %	(1,19 %)
Faible	0,10 %	0,10 %	0,10 %	0,25 %	0,60 %	12,33 %
Rend. total prévu couvert en \$ US : 2,04 %						

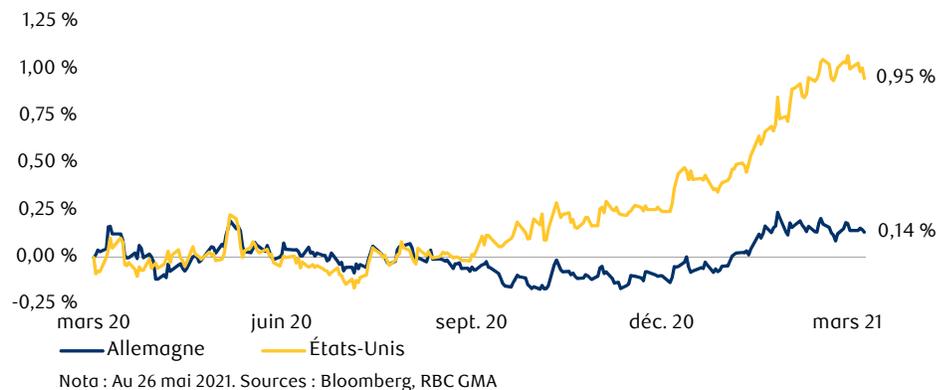
Source : RBC GMA

centrale européenne (BCE) restent particulièrement importants pour maintenir à de bas niveau les taux sur les marchés des obligations d'État et de sociétés libellées en euros. Selon nous, ces programmes se poursuivront au moins jusqu'à la fin de cette année. En raison peut-être de la faiblesse relative de sa reprise économique, la BCE a pris des mesures beaucoup plus énergiques que la Fed pour juguler les coûts d'emprunt. Par exemple, la BCE a accéléré ses achats d'actifs en raison de l'augmentation des taux réels ; cette mesure explique en partie pourquoi les taux allemands ont moins augmenté que ceux des titres du Trésor américain au cours de la dernière année (figure 2). Nous prévoyons que la BCE ne modifiera pas son taux directeur au cours des 12 prochains mois, et que le taux des obligations d'État allemandes à dix ans atteindra -0,25 % dans un an.

Recommandations régionales

Nous surpondérons les obligations d'État d'Europe par rapport aux obligations gouvernementales japonaises, en raison du meilleur potentiel d'appréciation du capital offert par les premières, compte tenu de la couverture des risques de change.

Figure 2 : Les taux obligataires aux États-Unis ont augmenté beaucoup plus qu'en Allemagne – Variation des taux des obligations d'État américaines et allemandes depuis mars 2020



Page intentionnellement laissée en blanc.

Marchés des changes

Le dollar américain se déprécie et les devises cycliques devraient se démarquer

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.

Après une année au cours de laquelle le dollar américain a perdu plus de 10 % de sa valeur, la principale question que se posent les investisseurs est de savoir si le billet vert est sur le point de rebondir à la faveur de la reprise américaine, des campagnes de vaccination couronnées de succès et du redémarrage de l'économie. Nous persistons à croire que le dollar américain continuera de céder du terrain, car son recul pluriannuel n'en est qu'à ses premières étapes et certains facteurs à long terme continuent de peser sur la monnaie. Nous sommes d'avis que le dollar se trouve dans la première moitié d'un marché baissier généralisé, et nous sommes particulièrement optimistes à l'égard des devises cycliques qui seront les plus avantagées par le redémarrage de l'économie.

Compte tenu du risque d'inflation et de l'incertitude concernant le moment où la Réserve fédérale américaine (Fed) mettra fin à sa politique monétaire exceptionnellement accommodante, les cambistes tiennent compte de l'incidence des marchés obligataires sur les fluctuations des devises. Les participants aux marchés surveillent non seulement les taux d'intérêt nominaux, mais aussi les taux réels et les primes de terme. Puisque chacune

de ces composantes des taux d'intérêt prend le devant de la scène à un moment différent, une interprétation plus nuancée des fluctuations du marché obligataire est requise. L'augmentation des taux nominaux, au cours de la dernière année, qui a été principalement alimentée par les attentes inflationnistes, a eu pour effet la dépréciation du dollar, tandis que la hausse des taux réels au premier trimestre de 2021 l'a stimulé.

Le redressement du billet vert au premier trimestre de 2021 a pris de court de nombreux cambistes. Le gain de 3 % pondéré en fonction des échanges n'était pas très important selon les normes historiques, mais cette statistique occulte l'appréciation plus prononcée de certaines devises individuelles. Les monnaies du Brésil, de la Colombie et du Japon se sont dépréciées d'au moins 6 %, alors que l'euro – qui arrive au deuxième rang des monnaies les plus négociées – a cédé 5 %. Les cambistes qui pariaient contre le dollar américain à la fin de l'an dernier ont été contraints de

réduire ces positions en raison du rebond du billet vert, ce qui a eu pour effet d'en accentuer la remontée. Les événements économiques et politiques qui se sont déroulés des deux côtés de l'Atlantique ont aussi contribué à cette remontée. Aux États-Unis, l'optimisme à l'égard de la croissance économique a été en grande partie alimenté par les chèques de soutien du président Joe Biden et par les attentes liées aux dépenses en infrastructures qui seront annoncées cette année. À l'étranger, le dollar semblait relativement attrayant en raison de la lenteur des campagnes de vaccination contre la COVID-19 et des confinements qui en ont résulté, surtout en Europe. Ces thèmes ayant été pris en compte dans la valeur du dollar, les facteurs à long terme défavorables au billet vert se sont imposés de nouveau à la fin de mars.

Nos perspectives sont fondées sur la trajectoire générale des marchés des changes ainsi que sur les facteurs fondamentaux à long terme. Selon ces mesures à long terme, le dollar est de toute évidence peu intéressant en

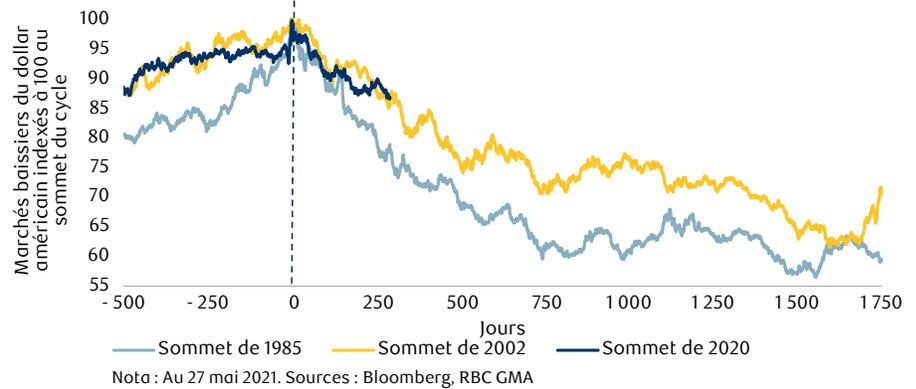
Figure 1 : Cycles à long terme du dollar américain pondéré en fonction des échanges



raison de l'alourdissement rapide des déficits budgétaires et commerciaux des États-Unis, de la préférence des gestionnaires de réserves pour la monnaie chinoise et du fait que le dollar reste surévalué malgré les récentes ventes massives dont il a fait l'objet. Nos analystes donnent à penser que le quatrième grand marché baissier du dollar américain au cours des cinquante dernières années a commencé au printemps 2020 (figure 1) et que sa faiblesse persistera encore pendant quelques années (figure 2). On peut s'attendre à ce que le dollar effectue quelques remontées à court terme, mais les investisseurs dont l'horizon de placement est lointain auraient intérêt à conserver une orientation pessimiste.

En revanche, les investisseurs dont l'horizon de placement est plus proche devraient prendre en compte les événements politiques, les tendances des statistiques économiques, les prix des produits de base et d'autres indicateurs qui dictent l'évolution des taux de change à court terme. Tout récemment, ce sont les marchés obligataires et les taux d'intérêt qui ont occupé le devant de la scène, en raison principalement de la hausse de l'inflation et des divergences entre les politiques des banques centrales. La réaction de la monnaie n'a pourtant pas été celle à laquelle on aurait pu s'attendre : en effet, le dollar s'est replié alors que les taux américains augmentaient au cours des 12 derniers mois. Même le redressement temporaire du billet vert au premier trimestre de 2021 était modéré comparativement à l'augmentation marquée des taux qui l'accompagnait.

Figure 2 : Évolution du marché baissier du dollar américain



Pour comprendre cette nouvelle dynamique, nous devons regarder au-delà du niveau des taux nominaux des obligations du Trésor et examiner plutôt les diverses composantes du taux des obligations américaines à dix ans. Premièrement, une partie du rendement représente la rémunération pour le niveau prévu d'inflation sur cet horizon de dix ans. Vous pourriez hésiter à faire un placement si vous croyez que sa valeur à l'échéance vous permettra d'acheter moins de biens et de services. Deuxièmement, le « taux réel » représente le rendement que vous pourriez vous attendre à recevoir lorsque l'inflation aura grugé le pouvoir d'achat du capital investi. La performance du dollar américain est davantage liée aux fluctuations des taux réels qu'aux taux nominaux. C'est logique, étant donné qu'une augmentation des taux nominaux attribuable à l'accroissement des attentes inflationnistes pourrait difficilement favoriser le dollar, étant donné qu'elle correspond à une érosion plus rapide de la valeur de la monnaie. En revanche, l'augmentation des taux réels témoigne du regain

d'optimisme des investisseurs à l'égard de l'économie américaine et des actifs de ce pays, ce qui stimule la valeur du billet vert.

Un cadre de Morgan Stanley que nous avons adapté nous aide à visualiser comment le dollar s'est comporté dans le passé dans quatre contextes où les taux d'intérêt et les attentes inflationnistes fluctuaient (figure 3). L'examen d'un cycle complet du dollar américain nous permet de faire quelques observations :

- La performance du dollar par rapport aux monnaies d'autres pays développés est attribuable aux fluctuations des taux réels. Le régime 1 est le plus défavorable pour le billet vert, car il combine un soutien réduit des taux d'intérêt provenant des taux réels et des attentes croissantes de voir l'inflation gruger la valeur du dollar. Il s'agit du contexte actuel, qui conforte notre prévision d'une faiblesse persistante du dollar.
- Le dollar affiche une tendance légèrement différente de celle des monnaies des pays émergents.

Dans le régime 2, l'augmentation des taux réels est moins menaçante pour les monnaies des pays émergents, car la conjoncture est caractérisée par une solide croissance de l'économie, une hausse des prix des produits de base et un appétit pour le risque. Ce contexte correspond fortement à notre prévision selon laquelle les devises cycliques continueront de damer le pion au dollar américain pendant quelques années.

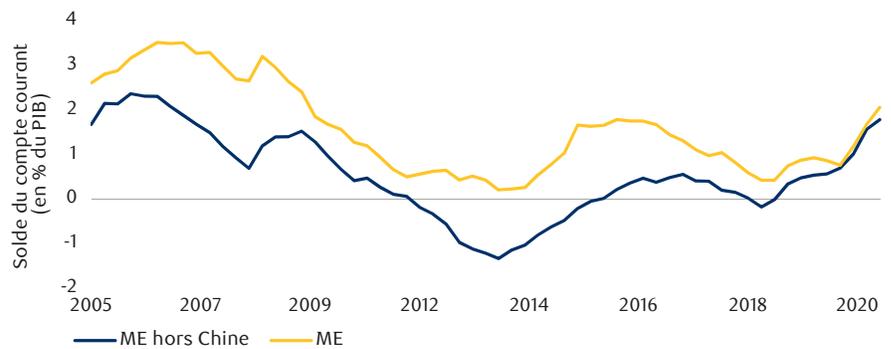
- Troisièmement, nous observons la tendance du contexte à se modifier conformément aux conditions économiques. À mesure que la croissance économique continue de se rétablir et que les pressions inflationnistes s'accroissent, nous devrions constater une transition vers le régime 2, étant donné que les taux réels commenceront à grimper, suivie d'une transition vers le régime 3, à mesure que le relèvement des taux d'intérêt par la Fed aura pour effet d'estomper les attentes inflationnistes. Enfin, la rotation entre les quatre régimes sera complétée plus tard au cours du cycle économique, lorsque la croissance économique s'atténuera et que les taux seront abaissés. Une transition éventuelle vers le régime 3 nous inciterait à réévaluer nos perspectives, mais nous sommes convaincus que les taux réels restent plafonnés pour l'instant par une série de facteurs, notamment le taux directeur de la Fed, les programmes d'assouplissement quantitatif et l'abondance des liquidités à l'échelle mondiale.

Figure 3 : Cadre à moyen terme pour le dollar américain

Régime		c. G10	c. devises ME	Marchandises	Actions amér.
1	Taux réels ↓	USD ▼	USD ▼	Hausse	Hausse
	Attentes d'inflation ↑				
2	Taux réels ↑	USD ▲	USD ▼	Hausse	Hausse
	Attentes d'inflation ↑				
3	Taux réels ↑	USD ▲	USD ▲	Baisse	Baisse
	Attentes d'inflation ↓				
4	Taux réels ↓	USD ▼	USD ▲	Baisse	Baisse
	Attentes d'inflation ↓				

Source : RBC GAM

Figure 4 : Estimation des flux de capitaux dirigés vers des actifs de marchés émergents



Nota : Au 31 déc. 2020. Le solde correspond à la moyenne pondérée du PIB des pays de l'indice Plus des marchés locaux émergents J.P. Morgan. Sources : FMI, RBC GMA

Monnaies des marchés émergents

La conjoncture actuelle est proche d'une conjoncture idéale pour les monnaies des pays émergents. La dépréciation du dollar, le solide appétit pour le risque et la fermeté des prix des produits de base favorisent tous l'appréciation des monnaies des pays émergents, tout comme l'évolution des politiques budgétaires et monétaires. Les politiques budgétaires et monétaires restent

exceptionnellement expansionnistes dans les pays développés, malgré le redressement des principales économies de la planète. Les prêts bon marché et les chèques de soutien, combinés à la tendance vers les dépenses en ligne font que les économies des pays émergents connaissent un boom des exportations qui contrebalance largement la baisse des revenus provenant du tourisme. L'amélioration des soldes des comptes courants qui en a résulté (figure 4) au

cours de la dernière année a réduit leur dépendance aux emprunts à court terme et fait que les pays émergents sont en meilleure posture pour faire face à la menace d'une augmentation des taux des titres du Trésor. De plus, de nombreux pays émergents ont fait preuve d'une prudence relative en ce qui concerne leurs dépenses en réaction à la pandémie, ils se sont dotés d'importantes réserves de change et leur niveau d'endettement est gérable. Par ailleurs, les monnaies des pays émergents restent sous-évaluées (figure 5). Deux autres facteurs pourraient contribuer à l'appréciation accrue des monnaies des pays émergents cette année :

1. Les autorités de plusieurs pays émergents ont déjà resserré leur politique monétaire ou ont fait part de leur intention de le faire. Les banques centrales de la Russie, de la Turquie (avant l'intervention du président Erdogan) et du Brésil avaient relevé leurs taux au début de l'année, et les investisseurs s'attendent à ce que la Hongrie, la Colombie et la Corée du Sud, entre autres, leur emboîtent le pas. Les hausses des taux d'intérêt favorisent ces monnaies, car elles attirent les flux de capitaux.
2. Les dirigeants chinois semblent disposés à laisser le renminbi s'apprécier. Cette monnaie a atteint de nouveaux sommets par rapport au billet vert, mais aussi face à un panier de devises de partenaires commerciaux mesuré par la banque centrale chinoise. L'appréciation du renminbi est devenue un baromètre de la performance d'autres monnaies de pays émergents, en particulier ceux d'Asie.

Figure 5 : Les devises des marchés émergents demeurent sous-évaluées

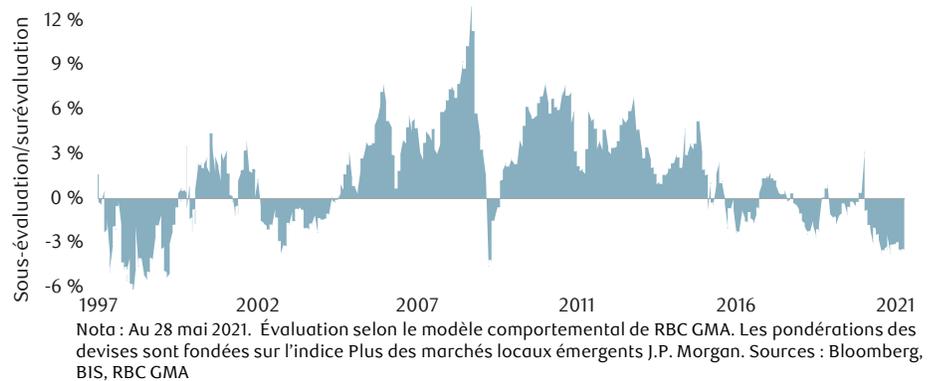
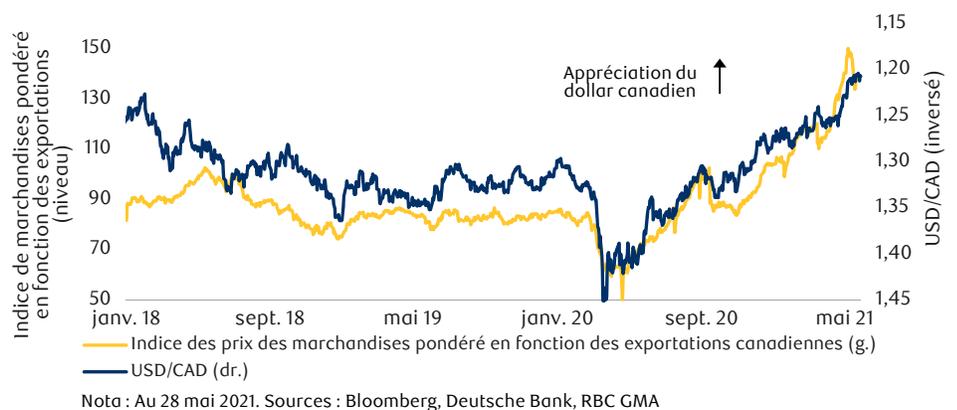


Figure 6 : Les prix à l'exportation sont en hausse au Canada



Les monnaies des pays émergents ont damé le pion à celles des pays développés cette année, et nous nous attendons à ce que cette tendance se poursuive. Cependant, le choix des monnaies dans lesquelles investir revêt une importance croissante en raison de facteurs propres aux pays qui jouent un rôle plus important dans les fluctuations des devises. Les événements politiques, les taux de vaccination contre la COVID-19 et l'exposition aux exportations de produits de base joueront tous un rôle au moment de déterminer quelles

monnaies se démarqueront le plus au cours de la prochaine année.

Dollar canadien

Le huard a beaucoup à offrir ces jours-ci : il s'est apprécié de 5 % cette année et se classe parmi les devises les plus performantes au monde en 2021. Ce qui rend le dollar canadien particulièrement attrayant est sa sensibilité aux marchandises, qui sont liées à la croissance économique mondiale, notamment à la forte reprise aux États-Unis. Non seulement

les mesures d'aide financière du président Biden suscitent l'optimisme des entreprises et des consommateurs canadiens, mais elles offrent également un potentiel de hausse plus soutenue des exportations. Les indices des prix des exportations canadiennes ont augmenté de 60 % depuis la fin de 2019 (figure 6), et davantage d'exportateurs qu'on pourrait le croire en tirent parti. Selon Deutsche Bank, les prix du pétrole représentent une fraction de la hausse de l'ensemble des prix à l'exportation au cours de l'année écoulée. Les prix du bois d'œuvre, qui ont plus que triplé au cours de la dernière année, ont le plus contribué aux gains globaux, tandis qu'une foule d'autres métaux et de produits énergétiques et agricoles ont aussi connu une hausse considérable. Nous avons souvent indiqué que les importants déficits du compte courant du Canada étaient défavorables au huard, mais cet obstacle semble s'estomper grâce à l'amélioration des exportations et à la réduction des dépenses des Canadiens à l'étranger attribuable à la suspension des voyages internationaux. Une coopération accrue avec les États-Unis sur les questions commerciales et géopolitiques devrait se traduire par une amélioration supplémentaire du compte courant canadien, tout comme plusieurs des politiques environnementales, réglementaires et du marché du travail proposées par M. Biden, qui pourraient contribuer à rétablir la compétitivité du Canada en matière d'exportation par rapport à son principal partenaire commercial.

L'économie intérieure est également solide. Grâce à l'aide au revenu liée à la pandémie, à la hausse rapide des prix des maisons, aux dépenses

Figure 7 : Le redressement de l'emploi au Canada surpasse celui aux États-Unis

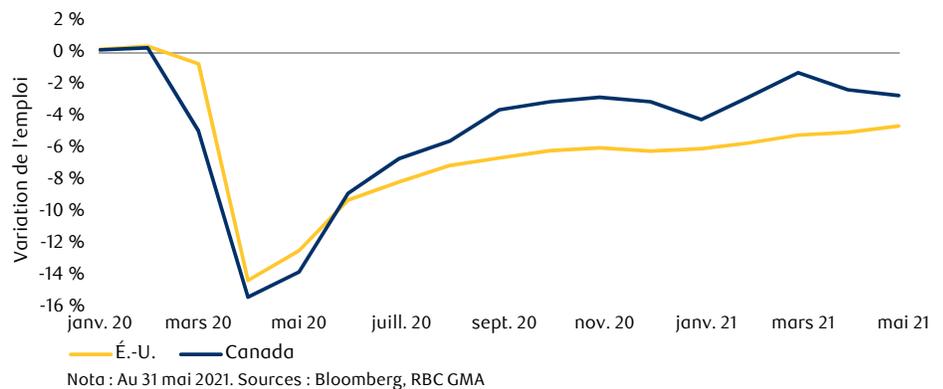
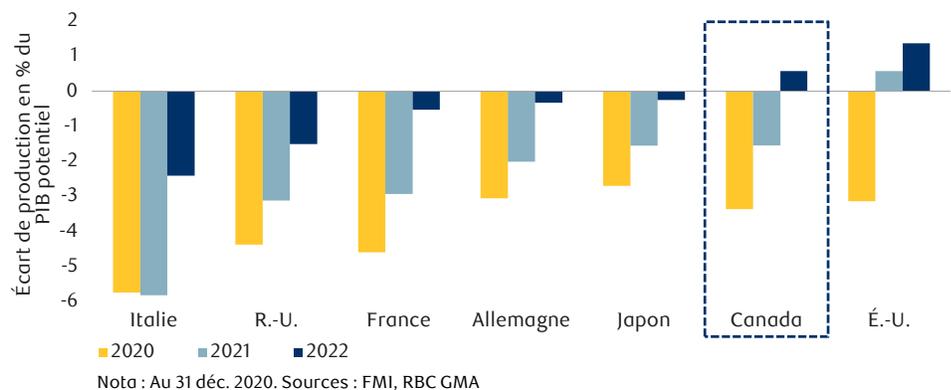


Figure 8 : L'écart de production du Canada devrait se refermer d'ici 2022



publiques canadiennes et à la reprise du marché du travail qui surpasse celle aux États-Unis (figure 7), le Canada est en voie de combler son écart de production – le niveau maximal de production qui peut être maintenu sans inflation excessive – plus tôt que la plupart des autres économies développées (figure 8). L'accélération des campagnes de vaccination contre la COVID-19 a aussi donné un coup de pouce au huard et devrait permettre de lever certaines restrictions maintenant que le Canada a rattrapé les États-Unis et le Royaume-Uni en ce qui concerne

la proportion de personnes ayant reçu au moins une dose (figure 9).

Les tendances commerciales favorables, l'amélioration de l'activité intérieure et la perspective d'assouplissement des mesures de confinement ont incité la Banque du Canada (BdC) à hausser considérablement ses prévisions de croissance économique pour 2021. Les attentes de la BdC à l'égard de l'inflation cette année ont également été revues à la hausse, ce qui a accru les rumeurs selon lesquelles la

banque centrale est plus encline à un resserrement global de la politique monétaire. La BdC a déjà amorcé le processus de réduction de ses achats d'obligations, qui passeront de 5 milliards de dollars par semaine à 3 milliards de dollars, et on s'attend généralement à ce que les hausses de taux au Canada surviennent plus tôt que dans les autres grandes économies (figure 10). Les changements de politique de la BdC, conjugués à la sensibilité du Canada à la croissance économique mondiale, contribuent à la vigueur des flux de portefeuille étrangers vers les actions et les obligations. Il se pourrait, à moins que les prix des marchandises ne connaissent un autre bond important, que l'appréciation du huard ralentisse à court terme à l'approche de l'important niveau technique de 1,20 \$ CA par dollar américain. Toutefois, sur une période de 12 mois, nous croyons que le dollar canadien pourrait se raffermir. Nous révisons donc notre scénario de référence à 1,15 \$ CA par dollar américain maintenant que notre prévision précédente a presque été atteinte.

Euro

Le pessimisme entourant les actifs européens et le déclin de l'euro au cours des premiers mois de 2021 est attribuable en grande partie au rythme plus lent des campagnes de vaccination et aux confinements qui en ont découlé en Europe continentale. Cette situation s'est largement améliorée, ce qui explique en partie pourquoi la monnaie unique a rebondi en avril et en mai. Soulignons toutefois que les différences en matière de taux de vaccination et de confinements sont des facteurs temporaires

Figure 9 : Proportion de personnes ayant reçu au moins une dose

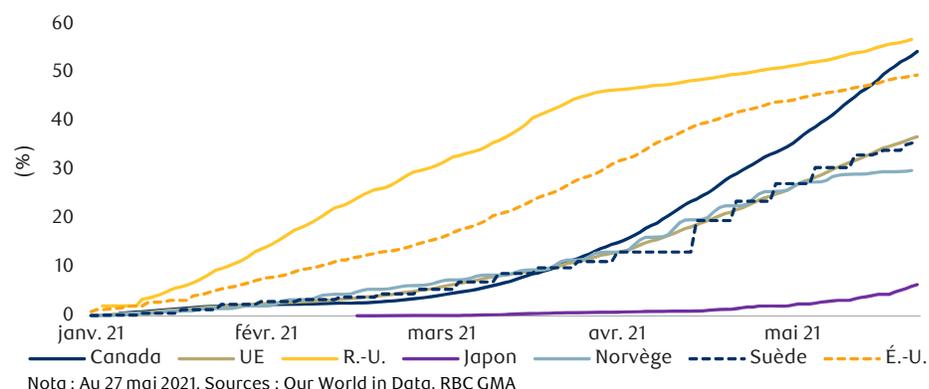
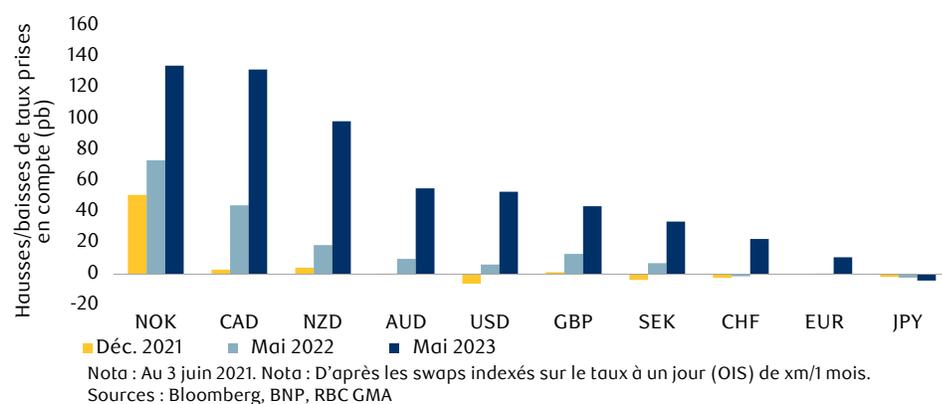


Figure 10 : Attentes à l'égard d'une hausse des taux par les banques centrales du G10



qui ne devraient pas entraîner de changements significatifs dans l'évaluation à long terme des devises. À l'instar des autres régions, la zone euro surmontera la pandémie, peut-être avec des niveaux d'endettement accrus, mais sans trop de dommages durables à la capacité de production. En fait, les pays européens ont été parmi ceux qui ont le plus utilisé les subventions salariales et les mesures de maintien de l'emploi pour permettre aux gens de conserver leur emploi et éviter la perte de compétences des travailleurs.

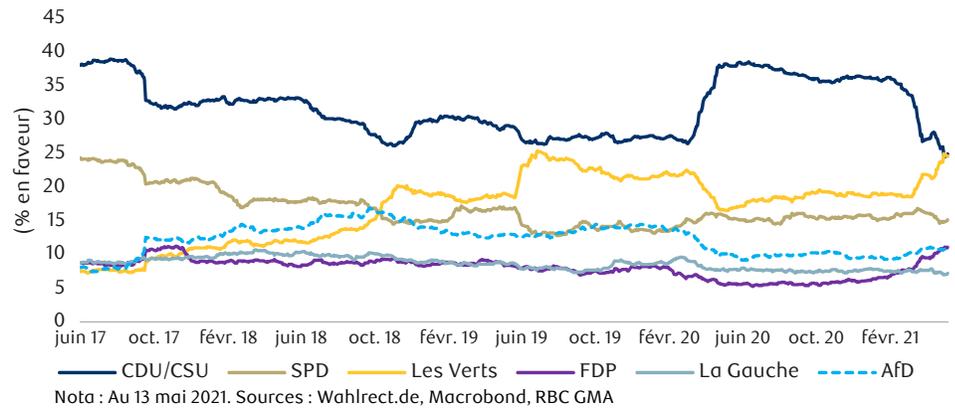
La tenue supérieure de l'économie américaine qui a stimulé le billet vert au début de l'année était également temporaire, en ce sens qu'elle découlait en partie d'un soutien budgétaire plus important aux États-Unis qu'en Europe et dans la plupart des autres pays développés. Il semble que cette situation pourrait s'inverser au cours des prochains trimestres, en raison d'une hausse des dépenses budgétaires en Europe. Dans la même veine, les élections allemandes de septembre seront importantes, car la baisse de popularité du parti

politique d'Angela Merkel (figure 11), qui favorise un conservatisme fiscal, signifie probablement qu'un partenaire de coalition plus souple sur le plan financier sera requis à la tête du pays, ce qui pourrait ouvrir la voie à un soutien budgétaire accru sur l'ensemble du continent. La plupart des économistes s'attendent à ce que l'économie de la zone euro connaisse une croissance plus rapide que celle de ses pairs à compter du début de 2022, un puissant attrait pour les entrées de capitaux et un net avantage pour la monnaie.

Deux autres événements survenus au cours du trimestre ont également amélioré les perspectives pour l'euro :

1. La Cour constitutionnelle allemande a rejeté les objections juridiques à la création d'un fonds de relance de l'UE de 750 milliards d'euros, ce qui nous rapproche d'une ratification et d'une affectation de fonds aux nations européennes pour qu'elles surmontent l'impact économique de la pandémie.
2. La réticence apparente de la secrétaire au Trésor des États-Unis, Janet Yellen, à cibler les manipulateurs de devises laisse croire que nous pourrions assister à davantage d'interventions sur les marchés de change, surtout de la part des banques centrales asiatiques les plus actives. La croissance des réserves mondiales de change est généralement positive pour l'euro, car elle s'accompagne d'une diversification au détriment du billet vert et en faveur de la devise unique.

Figure 11 : L'appui à l'égard de la coalition CDU/CSU de M^{me} Merkel diminue



Le prochain niveau surveillé par les négociateurs est un taux de change de 1,25 \$ US par euro, qui pourrait freiner l'appréciation à court terme. Sur un horizon un peu plus long, toutefois, nous pensons que l'euro pourrait atteindre 1,30 \$ US au cours des 12 prochains mois.

Livre sterling

L'optimisme des entreprises et la confiance des consommateurs ont augmenté au Royaume-Uni, sans doute du fait de la diminution de l'incertitude entourant les résultats du Brexit, des économies substantielles accumulées pendant la pandémie et de l'efficacité des campagnes de vaccination. Les investissements des entreprises devraient favoriser la croissance du Royaume-Uni, et le pays bénéficierait plus que les autres d'un rebond des ventes au détail, compte tenu de la part importante de la consommation dans l'économie britannique.

Toutefois, la livre s'est déjà fortement appréciée au cours des derniers mois

et, à plus de 1,40 \$ US, semble avoir devancé ses données fondamentales. Un des risques que nous surveillons est la possibilité d'une marche de l'Écosse vers l'indépendance. Le Parti national écossais s'est engagé à tenir un nouveau référendum au cours de la première moitié de son mandat de cinq ans et les sondages montrent que la population reste divisée sur la question de l'indépendance (figure 12). L'Écosse est importante en raison de sa production pétrolière considérable, sans laquelle le déficit du compte courant du Royaume-Uni s'accroîtrait d'environ 2 % du PIB (figure 13). Nous croyons que la livre se maintiendra par rapport à un dollar américain en baisse, mais qu'elle cédera probablement du terrain aux autres devises de marchés développés. Notre prévision sur 12 mois table sur un cours de 1,40 \$ US par livre.

Japon

Le yen a dû surmonter un certain nombre d'obstacles cette année.

Parmi eux figurent une hausse tenace du nombre de cas de COVID-19 et les restrictions à la mobilité qui en ont découlé dans les principales agglomérations, dont Tokyo. Une possible annulation des Jeux olympiques d'été est plus lourde de conséquences, et aurait une incidence disproportionnée sur le secteur des services au Japon. Selon Bloomberg, un abandon de dernière minute des Jeux effacerait la majeure partie de la croissance économique prévue pour le pays cette année.

Le yen a été la devise du G10 qui a affiché le pire rendement cette année, en raison du rétablissement de son lien avec la hausse des taux des obligations du Trésor (figure 14). Ce lien devrait s'atténuer à l'avenir, alors que la volatilité du taux des obligations américaines à dix ans diminuera. Parmi les autres facteurs qui soutiennent le yen, mentionnons sa faible valorisation, l'amélioration de la balance des paiements du Japon et les positions vendeur importantes sur le yen, qui, selon nous, seront restreintes à mesure que le dollar américain fléchira. Les taux corrigés de l'inflation offerts au Japon pourraient aussi attirer des capitaux ou freiner les sorties de fonds, puisqu'ils sont plus élevés que dans tout autre pays du G10 compte tenu de la faiblesse persistante du taux d'inflation au pays (figure 15).

Nous demeurons optimistes à l'égard du yen, mais nous avons appris à ne pas nous emballer outre mesure au sujet de la perspective d'une forte appréciation de la monnaie. Durant cette phase de faiblesse du dollar américain, ce sont les devises cycliques qui devraient surpasser

Figure 12 : Sondage sur la tenue d'un référendum en Écosse

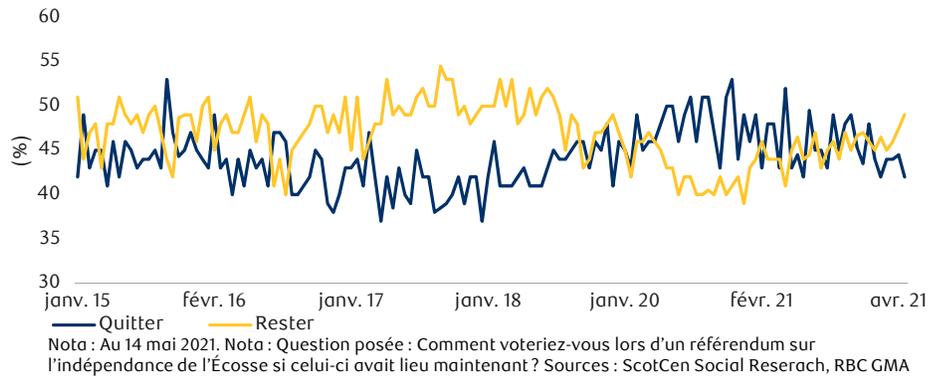


Figure 13 : L'indépendance de l'Écosse pourrait entraîner un déficit commercial plus important au Royaume-Uni

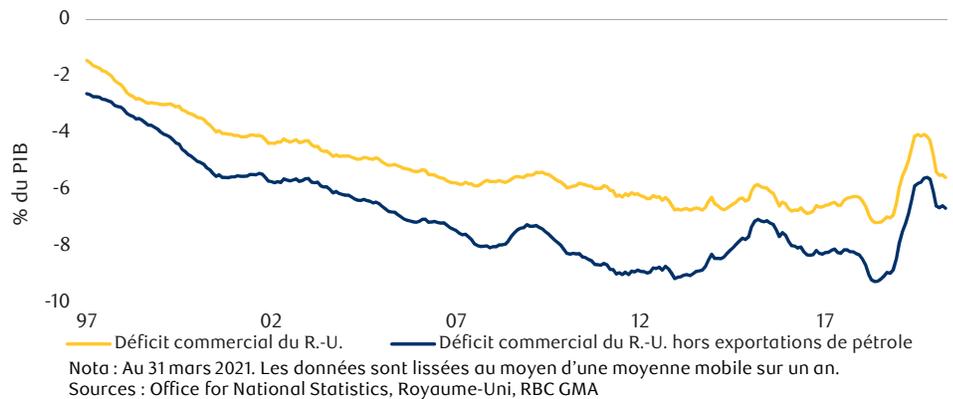
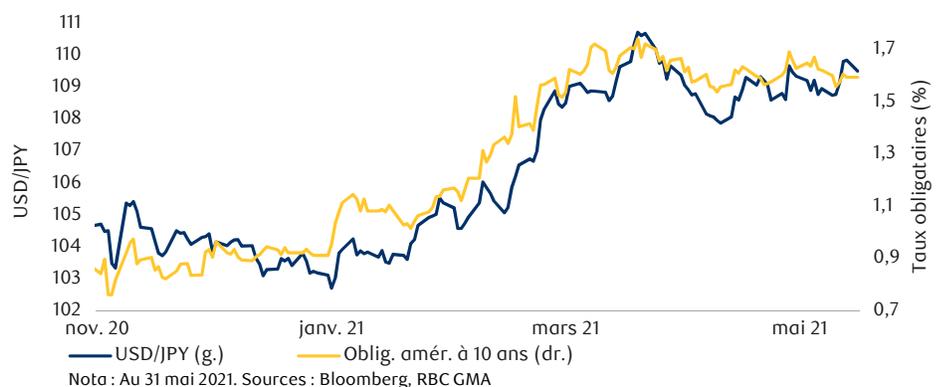


Figure 14 : Le yen évolue en parallèle avec les taux obligataires aux États-Unis

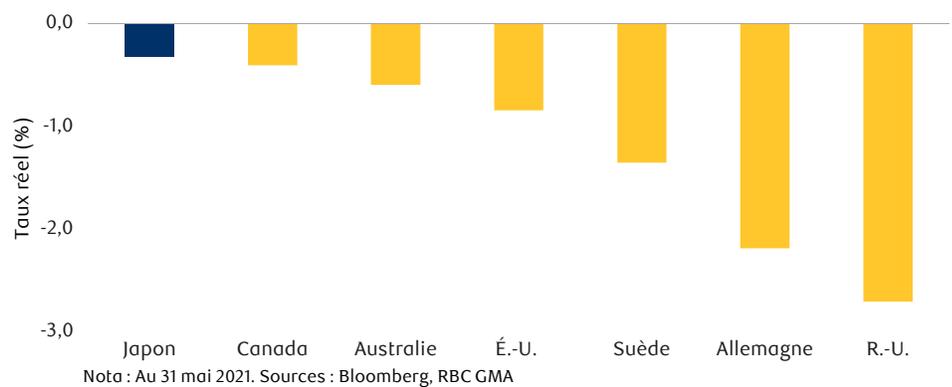


les monnaies de financement traditionnelles, comme le yen et le franc suisse. Nous limitons donc nos prévisions pour les 12 prochains mois à 103 yens par dollar américain.

Conclusion

Jusqu'à présent, l'année a été marquée par deux trimestres très différents : au premier, le dollar américain a été vigoureux et au deuxième, il s'est replié. Nous nous attendons à ce que la faiblesse du dollar prévale. Le marché baissier du dollar américain n'a débuté que l'an dernier et se poursuivra encore quelques années. Si les monnaies évoluent en fonction de cycles qui les font passer de surévaluées à sous-évaluées, le dollar demeure néanmoins solide, malgré la faiblesse qu'il a montrée au cours des 12 derniers mois. Les mesures de stimulation monétaire et budgétaire mises en place par les États-Unis n'entravent pas la tendance à la baisse, mais au contraire la favorisent. Les périodes de vigueur

Figure 15 : Le Japon offre le taux corrigé de l'inflation le plus élevé parmi les pays développés



cyclique, comme celle observée lors du premier trimestre, qu'elles soient attribuables aux taux réels aux États-Unis ou à la faiblesse de l'économie en Europe, sont une bonne occasion pour structurer les portefeuilles en prévision de nouvelles baisses du dollar américain. Les premiers stades d'un marché baissier du billet vert favorisent toutes les monnaies, mais les monnaies cycliques, comme le dollar canadien, profitent le plus

de la reprise économique mondiale en cours. Globalement, les devises des marchés émergents devraient aussi continuer de s'apprécier, mais l'examen des risques particuliers est nécessaire afin d'éviter la contre-performance de certaines monnaies.

Perspectives régionales – États-Unis

Brad Willock, CFA

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

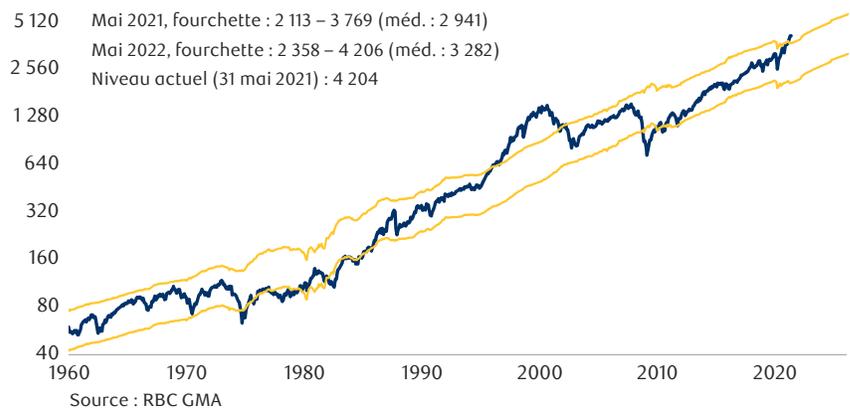
Dans la plus grande partie des États-Unis, la situation actuelle en ce qui concerne la pandémie est résolument favorable, comme en témoigne la hausse de 10,7 % des actions au cours du dernier trimestre. La campagne de vaccination, l'une des plus réussies au monde, a largement freiné la propagation de la COVID-19. Le nombre des cas d'infection quotidiens a baissé de 67 % depuis le sommet du milieu d'avril, et les pressions sur le système hospitalier se sont atténuées. À l'apogée de la campagne de vaccination, les États-Unis vaccinaient quelque 3,5 millions de personnes par jour ; plus de 300 millions de doses auront été administrées au début de juin. Plus de 50 % de tous les Américains adultes sont déjà entièrement vaccinés, et l'administration Biden a pour objectif d'administrer au moins une dose à plus de 75 % des adultes d'ici au 4 juillet. De nombreux États ont éliminé toutes les mesures concernant le port du masque et la distanciation sociale, et la plupart des autres s'acheminent rapidement vers un redémarrage complet en juin. Par conséquent, la mobilité personnelle s'est améliorée, la circulation routière a repris, les centres commerciaux bourdonnent d'activité, le taux d'occupation des hôtels est en hausse, davantage de gens prennent l'avion ou les transports en commun et, dans les États qui sont entièrement ouverts, les réservations dans les restaurants sont revenues

États-Unis – Pondérations sectorielles recommandées

	Comité des stratégies de placement RBC GMA mai 2021	Référence S&P 500 mai 2021	Risque de gestion active c. référence mai 2021
Énergie	3,0 %	2,95 %	0,1 %
Matières	3,0 %	2,82 %	0,2 %
Produits industriels	9,0 %	8,90 %	0,1 %
Consommation discrétionnaire	12,0 %	11,91 %	0,1 %
Produits de première nécessité	5,5 %	6,05 %	(0,5 %)
Soins de santé	12,0 %	12,75 %	(0,8 %)
Services financiers	12,5 %	11,99 %	0,5 %
Technologie de l'information	27,5 %	26,38 %	1,1 %
Services de communications	12,0 %	11,10 %	0,9 %
Services publics	2,0 %	2,55 %	(0,6 %)
Immobilier	2,0 %	2,61 %	(0,6 %)

Source : RBC GMA

Fourchette d'équilibre, indice S&P 500 Valorisations et bénéfices normalisés



à leurs niveaux d'avant la COVID-19. Enfin, le virus ne semble plus avoir le dessus, du moins pour le moment, et les actions enregistrent des gains soutenus.

Les rendements du marché boursier au cours de la dernière année ont été extraordinaires, compte tenu surtout

du fait qu'il y a un an, de grands pans de l'économie ont été paralysés et qu'il n'y avait aucun vaccin en vue. L'indice S&P 500 a progressé de 40,3 % au cours de la période de 12 mois pour atteindre des sommets records, à la faveur de l'amélioration rapide de l'économie et de la croissance des bénéfices des sociétés qui en a

résultat. Au cours du dernier trimestre, les sociétés qui composent l'indice ont enregistré des bénéfices par action d'environ 50 \$ US, en hausse de quelque 50 % par rapport à l'année précédente, et une croissance de 12 % de leurs chiffres d'affaires, la plus forte depuis une dizaine d'années. Les bénéfices records et le redémarrage ne font que commencer. La progression de l'indice S&P 500 au cours de la dernière période a été menée par les secteurs des matières, de la finance et des produits industriels. Le redressement a été généralisé : les onze secteurs ont inscrit des gains au cours de la période. Au sein de l'indice, le titre moyen s'est apprécié de presque 13 %, ce qui indique que le rendement de l'indice a été stimulé par un nombre plus élevé d'actions plutôt que par une poignée seulement des plus grandes sociétés. Les rendements auraient été encore plus impressionnants s'ils n'avaient pas été entravés par la performance décevante des secteurs des soins de santé, de l'énergie, de la consommation discrétionnaire et de la technologie de l'information. Les actions de sociétés à très grande capitalisation Amazon, Tesla, Microsoft et Apple ont pesé sur les rendements dans les secteurs de la consommation discrétionnaire et de la technologie de l'information.

En matière de rendement, on observe habituellement une tendance caractérisée par de solides gains généralisés et une large participation sectorielle dans l'année qui suit un creux majeur du marché, comme celui qui a été enregistré le 23 mars de l'an dernier. Les données historiques

donnent à penser que les rendements de la deuxième année suivant un creux sont la plupart du temps meilleurs que la moyenne, mais que le marché connaît généralement plus de turbulences en cours de route. Toutefois, une mise en garde s'impose : le rendement sur un an du marché haussier actuel est de loin le plus élevé des onze cycles haussiers survenus depuis 1957. Il semble donc prudent d'envisager la possibilité que la reprise actuelle se produise au détriment des gains futurs.

Les mesures prises par les autorités monétaires et budgétaires durant la crise du coronavirus ont été et continuent d'être exceptionnelles. Depuis que l'état de pandémie a été déclaré il y a un an, la Réserve fédérale américaine (Fed) a injecté environ 6 000 milliards de dollars américains dans le système financier, notamment sous forme de garanties de prêt, et le Congrès a adopté des projets de loi de relance économique totalisant 5 000 milliards de dollars américains. En réponse au rétablissement de l'économie, à la croissance de l'emploi et à la hausse de l'inflation, la Fed devrait selon nous commencer à resserrer graduellement sa politique monétaire l'an prochain. Sur le plan budgétaire, l'administration Biden a proposé deux projets de loi d'une valeur d'environ 4 000 milliards de dollars américains en nouvelles dépenses : le plan américain pour l'emploi se concentre sur les infrastructures, l'accès à l'Internet à haut débit, le réseau électrique et les changements climatiques, tandis que le plan américain pour les familles

prend en compte l'éducation, les soins de santé et la justice sociale. Selon l'actuelle proposition, le plan pour l'emploi serait partiellement financé par une hausse du taux d'imposition des sociétés, tandis que l'accroissement des services sociaux serait financé en partie par les hausses d'impôt des particuliers à revenu élevé. L'adoption de ces projets de loi tels quels est loin d'être garantie. Si les membres des deux partis s'entendent sur la nécessité d'engager des dépenses dans les infrastructures, ils ne s'entendent pas sur la façon de les financer. L'éventualité la plus probable est qu'un important projet de loi sur les infrastructures sera adopté cet automne, mais que bon nombre d'autres priorités seront retardées.

L'économie américaine est soutenue principalement par les dépenses des ménages, qui n'ont jamais été aussi élevées depuis 40 ans, compte tenu de l'importante augmentation de la richesse immobilière et des économies supplémentaires de près de 2 000 milliards de dollars américains accumulées au cours de la pandémie. À mesure que la réouverture avance, l'accroissement de la mobilité devrait entraîner l'augmentation de l'activité économique et de la demande de main-d'œuvre, ce qui aura pour effet de raviver la confiance des consommateurs et d'accroître encore plus l'activité économique et la création d'emplois. Cette boucle de rétroaction positive devrait durer pendant une bonne partie de l'année prochaine et soutenir notre préférence pour les titres cycliques au sein de nos portefeuilles.

De nombreuses sociétés ont signalé une intensification des pressions sur les coûts attribuable à la hausse des prix des matières premières, comme l'acier et le bois d'œuvre, ainsi que les prix d'expédition. Nous prévoyons que ces hausses de prix seront temporaires, car elles commencent à attirer la concurrence et à accroître l'offre. En outre, la transition des dépenses consacrées aux biens aux dépenses consacrées aux services devrait atténuer les pressions sur les

chaînes d'approvisionnement et limiter les prix des biens.

L'indice S&P 500 reste cher compte tenu d'un ratio cours/bénéfice de 21 fois les estimations générales des bénéfices sur 12 mois, soit 198 \$ US, comparativement à la moyenne sur cinq ans de 18 fois. Il nous semble clair que les valorisations devaient rester élevées jusqu'à ce que les risques macroéconomiques commencent à réapparaître. Parmi

les risques potentiels, mentionnons une majoration importante des taux d'intérêt, l'accentuation de la réglementation et les hausses d'impôt, l'incapacité du Congrès de faire adopter un projet de loi sur les infrastructures et la propagation sans frein des variants de la COVID-19. Les risques d'accentuation de la réglementation et de hausses d'impôt semblent fortement probables au cours des 12 prochains mois.

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.

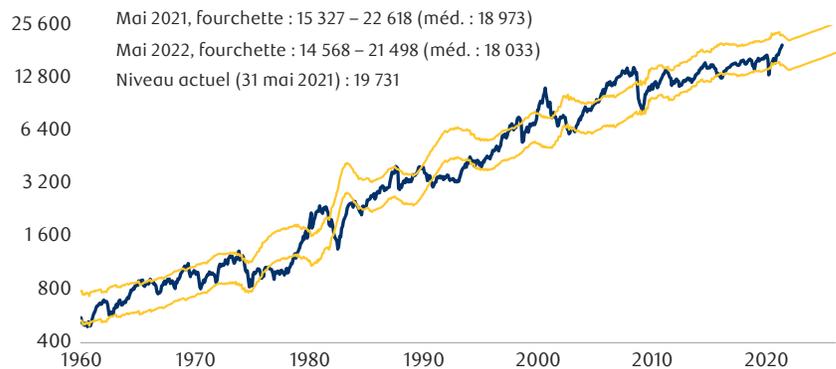
L'indice composé S&P/TSX a bondi à la fin mai, atteignant de nouveaux sommets et gagnant 10,0 % au cours de la dernière période de trois mois, en dollars canadiens. En dollars américains, il a avancé de 16,0 %, grâce à la vigueur récente du dollar canadien. Il a ainsi largement surpassé les indices S&P 500 et MSCI Monde, qui ont respectivement gagné 10,7 % et 9,7 %. L'optimisme persistant à l'égard des progrès réalisés sur le plan de la vaccination contre la COVID-19 dans la plupart des pays développés, les données économiques solides et la hausse des prix des marchandises ont alimenté les rendements du marché. Les secteurs bien positionnés pour tirer profit du rebond économique et de la levée des mesures de confinement ont mené la marche. Une reprise économique soutenue et une croissance des bénéfices des sociétés seront nécessaires pour faire croître davantage les rendements boursiers. Les anticipations inflationnistes et les perspectives relatives à la trajectoire des taux d'intérêt demeurent des indicateurs importants des rendements futurs des marchés boursiers. Compte tenu de la part considérable des services financiers et des marchandises dans le marché boursier canadien, le rendement relatif de ce dernier devrait être avantagé dans un contexte de redressement de l'économie mondiale.

Canada – Pondérations sectorielles recommandées

	Comité des stratégies de placement RBC GMA mai 2021	Référence S&P/TSX composé mai 2021	Risque de gestion active c. référence mai 2021
Énergie	13,0 %	13,0 %	(0,0 %)
Matières	13,0 %	12,7 %	0,3 %
Produits industriels	12,0 %	11,6 %	0,4 %
Consommation discrétionnaire	5,0 %	4,0 %	1,0 %
Produits de première nécessité	3,5 %	3,6 %	(0,1 %)
Soins de santé	1,0 %	1,4 %	(0,4 %)
Services financiers	33,0 %	31,7 %	1,3 %
Technologie de l'information	8,0 %	9,4 %	(1,4 %)
Services de communications	5,0 %	4,9 %	0,1 %
Services publics	4,0 %	4,5 %	(0,5 %)
Immobilier	2,5 %	3,1 %	(0,6 %)

Source : RBC GMA

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



Source : RBC GMA

La troisième vague de cas de COVID-19 et la prolongation des fermetures ont quelque peu freiné la dynamique économique intérieure. Le déploiement des vaccins au Canada s'est finalement accéléré, ce qui devrait permettre à l'économie de redémarrer au cours de l'été et, ce faisant, d'améliorer la confiance des

entreprises et des consommateurs. Nous nous attendons à ce que la consommation, favorisée par les économies substantielles accumulées par de nombreux ménages, stimule la reprise de l'économie canadienne au second semestre. La Banque du Canada (BdC) a indiqué que les mesures de relance monétaire

continueront de soutenir la reprise, mais à un degré moindre, jusqu'à ce que l'inflation se rapproche de sa cible de 2 %, ce qui est maintenant prévu au second semestre de 2022. Le taux du financement à un jour devrait être maintenu à 0,25 % jusqu'à ce moment-là. La BdC a également appuyé la reprise par l'intermédiaire d'un programme d'achat d'obligations qui sera progressivement réduit à la faveur de l'embellie économique. Dans le dernier budget, la ministre des Finances, Chrystia Freeland, s'est engagée à mettre en place des mesures de relance supplémentaires au cours des trois prochaines années pour stimuler la croissance économique. Certains s'interrogent sur le bien-fondé de nouvelles mesures de relance, puisque les dépenses de consommation sont en voie de dépasser les niveaux d'avant la pandémie. Les prix des maisons continuent de grimper en flèche dans la plupart des marchés et ont contribué aux solides données sur le PIB. La faiblesse des taux d'emprunt et l'offre extrêmement restreinte ont soutenu les prix et réduit l'accessibilité, surtout pour les maisons individuelles. Le budget fédéral n'a pas abordé la question de la hausse des prix des maisons.

Les perspectives des bénéfices des sociétés se sont considérablement améliorées au cours des six derniers mois. Selon les prévisions générales, les bénéfices du S&P/TSX devraient remonter aux niveaux d'avant la pandémie et croître de 66 % en 2021, puis gagner 8 % de plus en 2022. Les estimations pour l'année entière ont été relevées, car la majorité des

sociétés ont surpassé les attentes en début d'année. Les secteurs des matières, de la consommation discrétionnaire, de la finance et de l'énergie ont favorisé les révisions à la hausse des bénéfices. L'évaluation du marché est légèrement supérieure à la moyenne historique, le ratio cours/bénéfice prévisionnel de l'indice S&P/TSX s'établissant à 16,5, ce qui est toutefois encore bien inférieur à celui de l'indice S&P 500 (21,3). Le S&P/TSX pourrait réduire cet écart advenant une reprise, compte tenu de l'importance des secteurs de la finance et de l'énergie dans la composition des bénéfices et des attentes selon lesquelles ces secteurs se comporteraient exceptionnellement bien si la croissance économique s'avérait plus rapide. Les titres des secteurs de la technologie de l'information, des produits industriels, des services publics et des soins de santé se négocient au-dessus de leurs valorisations historiques. Ces quatre secteurs représentent plus de 27 % de la valorisation boursière du S&P/TSX.

Le contexte d'exploitation des banques canadiennes est inégal, car les solides résultats des secteurs de la gestion de patrimoine et des marchés des capitaux, alimentés par la hausse des marchés boursiers, permettent de compenser la baisse des revenus tirés des prêts, attribuable à la faiblesse des taux d'intérêt, et la demande modeste de prêts à la consommation. Les banques sont bien placées pour profiter de la réouverture de l'économie, étant donné que la croissance devrait découler de l'utilisation accrue des cartes de

crédit, des prêts commerciaux et de la progression des marges bénéficiaires sur les prêts lorsque la BdC et la Réserve fédérale américaine amorceront un resserrement monétaire. Les provisions pour prêts douteux resteront en deçà des niveaux historiques en 2021, car les banques contrepasseront les sommes mises de côté à cette fin au début de la pandémie. Comme les fonds propres des banques se situent également à des niveaux historiquement élevés en raison des restrictions imposées l'an dernier, les investisseurs s'attendent à une croissance accélérée des dividendes et à une hausse des rachats à la levée des restrictions. Nous prévoyons que les bénéfices de 2021 dépasseront les niveaux d'avant la pandémie, en inscrivant une croissance d'environ 35 % sur 12 mois, et que les banques chercheront à faire des acquisitions aux États-Unis.

Les facteurs fondamentaux du marché pétrolier se sont stabilisés alors que la demande mondiale continue de se redresser après la chute historique de l'an dernier. Les stocks mondiaux de pétrole brut diminuent à la faveur de la hausse de la demande des transports, ce qui compensera les répercussions d'une offre qui, à notre avis, sera plus abondante. Aux prix actuels, nous estimons que les producteurs canadiens généreront d'importants flux de trésorerie disponibles, après versement des dividendes. Les producteurs d'énergie continuent de se concentrer sur la réduction de l'endettement et des coûts ainsi que sur la production plutôt que sur l'expansion des réserves. Leur approche devrait ultimement

se traduire par une hausse des dividendes et des rachats d'actions.

Les prévisions du secteur canadien du transport ferroviaire se sont améliorées au cours des derniers mois, car la hausse des livraisons a permis aux sociétés d'augmenter les prix. Leurs perspectives se reflètent dans le niveau élevé des ratios cours/bénéfice sur le plan historique, qui avoisinent 20. Le secteur porte également son attention sur les regroupements possibles. L'issue des récentes acquisitions majeures annoncées dans le secteur ferroviaire demeure très incertaine. En fait, plusieurs

scénarios sont envisageables, compte tenu des doutes quant à l'approbation des autorités de réglementation américaines. Au bout du compte, en l'absence d'une longue période d'enchères, il est probable que les bénéfices du gagnant ne seront pas entravés pendant des années par un prix d'achat excessif.

Le secteur des matières a bénéficié d'un rebond des prix de l'or, car l'inflation augmente, le dollar américain s'affaiblit et les taux d'intérêt restent obstinément bas. Les sociétés aurifères sont en bonne position pour profiter de la hausse des

prix, et les valorisations demeurent attrayantes. Le secteur des métaux industriels a également enregistré des gains importants dans la foulée de la reprise de la demande, et étant donné que l'offre a été entravée par des conflits de travail et les efforts déployés par certains pays pour accroître leur part du produit des mines. Les mesures visant à réduire la pollution grâce à la technologie « verte » favoriseront une demande constante de métaux, comme le cuivre et le cobalt, qui sont utilisés pour répondre à divers besoins d'électrification.

Perspectives régionales – Europe

Dominic Wallington

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

Les marchés européens se comportent bien depuis la fin de février, et l'indice EuroStoxx 600 a gagné environ 10 % en monnaie locale. Les indicateurs avancés européens montrent également de la vigueur depuis les creux atteints durant la première vague de la pandémie, et la croissance du PIB devrait culminer à un moment donné au troisième trimestre de cette année. Les prévisions de bénéfices augmentent à l'échelle mondiale, ce qui offre un solide soutien aux marchés boursiers européens.

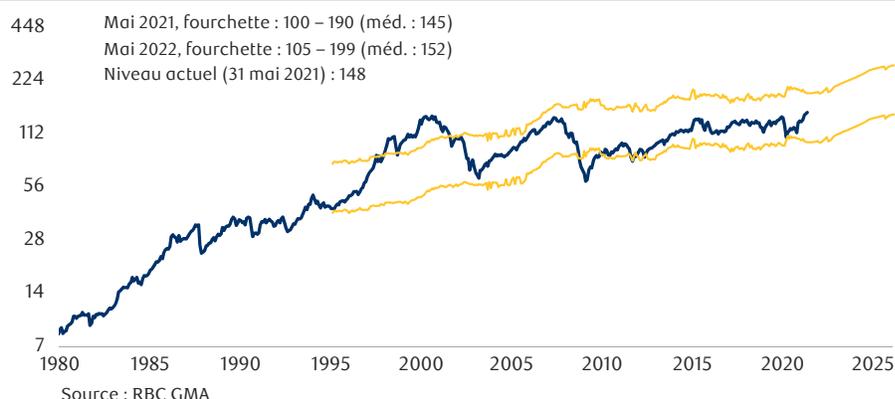
La principale préoccupation des investisseurs au cours de la dernière année a évidemment été le succès des tentatives de maîtrise de l'épidémie. Bien que le calendrier et l'étendue des mesures de confinement aient quelque peu varié dans la région, tous les pays ont réussi à contenir la propagation de la COVID-19. Les vaccins constituent la prochaine étape de la protection, et la rapidité de leur distribution a également varié selon les pays. Le processus de vaccination a été particulièrement efficace au Royaume-Uni, mais l'Europe continentale a figuré parmi les premiers pays au chapitre de la vaccination. Nous croyons que le pire est maintenant derrière nous grâce à l'accélération des programmes de vaccination au cours de l'été. À la fin d'avril, plus de 1 milliard de doses de vaccins avaient été administrées à l'échelle mondiale, soit 13 doses par tranche de 100 personnes, selon le *New York Times*. Ce chiffre masque le fait

Europe – Pondérations sectorielles recommandées

	Comité des stratégies de placement RBC GMA mai 2021	Référence MSCI Europe mai 2021	Risque de gestion active c. référence mai 2021
Énergie	3,6 %	4,5 %	(0,9 %)
Matières	8,9 %	8,4 %	0,5 %
Produits industriels	15,5 %	14,8 %	0,7 %
Consommation discrétionnaire	13,1 %	12,3 %	0,8 %
Produits de première nécessité	12,6 %	12,8 %	(0,3 %)
Soins de santé	13,0 %	13,4 %	(0,4 %)
Services financiers	16,8 %	16,3 %	0,5 %
Technologie de l'information	8,6 %	8,0 %	0,6 %
Services de communications	3,4 %	3,9 %	(0,5 %)
Services publics	3,5 %	4,3 %	(0,8 %)
Immobilier	1,1 %	1,3 %	(0,3 %)

Source : RBC GMA

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



que la plupart de ces vaccins ont été administrés dans les pays développés. Les États-Unis vont fournir des vaccins à l'Inde ravagée par la COVID-19, et nous espérons y voir un signe de ce qui se produira à l'avenir.

Le Royaume-Uni s'est éloigné de l'austérité économique, et nous pensons que le gouvernement pourrait

maintenir sa politique budgétaire expansionniste au moins jusqu'en 2023. En Europe continentale, un important plan de reprise économique a été adopté en février de cette année. Les autorités centrales devraient ainsi réussir à protéger les économies européennes du pire de la pandémie. Ces plans, qui mettent l'accent sur la technologie « verte » et d'autres

nouveaux domaines d'innovation, aideront la région à accroître ses ressources dans le secteur de la numérisation et favoriseront la transition vers une énergie plus propre.

Les prochaines élections fédérales allemandes auront lieu en septembre de cette année. Les grands partis traditionnels continuent de souffrir d'une baisse du soutien des électeurs, et il est possible que le Parti vert puisse former une coalition et que sa chef, Annalena Baerbock, accède au poste de chancelière. Un tel résultat pourrait amener l'Allemagne à tourner le dos à l'austérité économique, faisant écho à ce que nous avons observé aux États-Unis. La lutte contre les changements climatiques prendrait davantage de place advenant ce revirement, ce qui redonnerait à l'Europe une position dominante dans ce domaine.

À court terme, les marchés boursiers ont été marqués par l'amélioration des indicateurs macroéconomiques, et les prévisions de bénéfices se sont nettement améliorées au cours des derniers mois. Les caractéristiques des marchés boursiers européens ont suivi la voie d'une reprise cyclique classique, de sorte que les actions cycliques ont surpassé les secteurs défensifs ou de croissance de 55 % depuis le début du redressement boursier en mars 2020. Dans ce contexte, la reprise du marché est

restreinte, et les sociétés faiblement notées qui ont obtenu un faible rendement lors du précédent repli ont tendance à afficher un rendement très élevé. Dans le cycle actuel, le secteur qui a le plus constamment surpassé les autres durant la reprise a été celui de la finance et, au sein de celui-ci, les banques et les compagnies d'assurance.

Des signes récents indiquent que des secteurs à la traîne du marché boursier pourraient commencer à rattraper ceux qui profitaient déjà de la reprise économique. C'est le cas par exemple des producteurs de boissons alcoolisées du secteur de la consommation discrétionnaire. Ces sociétés ont affiché un modeste rendement, en partie parce qu'elles ont souvent été touchées par les fermetures de pubs, de bars et de restaurants pendant la pandémie. En tant qu'investisseurs à long terme, nous savons qu'après une très forte progression en 2020, bon nombre des sociétés que nous privilégions pourraient tirer considérablement de l'arrière vers la fin de l'année et le premier semestre de 2021. Nous avons donc réaffecté les actifs du portefeuille pour compenser le risque de rotation du marché. Bien qu'il y ait encore un potentiel de rendements supérieurs cycliques, nous croyons que la hausse tire à sa fin ; nous sommes donc en train de revenir à nos sociétés de grande qualité de prédilection. La

perspective d'un certain redressement cyclique de la consommation de base à la faveur de l'assouplissement des mesures de confinement nous incite tout particulièrement à reconstituer nos placements dans ce secteur et dans ceux qui ont été ébranlés pour des raisons similaires au cours de la dernière année.

En conclusion, si l'on met de côté les erreurs et les récriminations, il est possible que les générations futures trouvent que l'Europe a assez bien réagi face à la COVID-19. De nombreux risques demeurent : les programmes de vaccination pourraient stagner, des variants virulents pourraient émerger et la viabilité politique des mesures de confinement pourrait s'épuiser. Cependant, étant donné l'ampleur du problème, de mémoire d'homme, sans précédent, la réponse a selon nous été acceptable. Un certain nombre de tendances apparues au cours des dernières années se sont affermies sous l'effet de la pandémie. L'austérité commence à être moins massivement soutenue par les politiciens européens, et la numérisation a fait un bond en avant et change la donne dans de nombreux secteurs. Nous croyons que les changements à venir profiteront aux types de sociétés détenues dans nos portefeuilles. Bon nombre d'entre elles ont démontré leur capacité à prospérer en période de perturbations, et ce, sur de longues périodes.

Perspectives régionales – Asie

Chris Lai

Gestionnaire associé de portefeuille,
Actions asiatiques
RBC Global Asset Management (Asia) Limited

Les actions asiatiques se sont repliées au cours des trois derniers mois après avoir atteint des sommets en février, car la résurgence des cas de COVID-19 en Inde et en Asie du Sud-Est l'a emporté sur l'accélération de la croissance économique mondiale et les attentes d'une reprise de la consommation des ménages au second semestre de 2021. Les progrès réalisés sur le plan de la vaccination dans la majeure partie de l'Europe et de l'Amérique du Nord ont contribué à accélérer la croissance mondiale, tout comme la demande accrue dans le secteur de la technologie et des conditions financières plus accommodantes. Au cours des trois derniers mois, les marchés boursiers de Singapour, de l'Australie et de l'Inde ont affiché des rendements supérieurs, tandis que ceux de la Chine, de l'Indonésie et des Philippines ont été devancés par l'indice de référence.

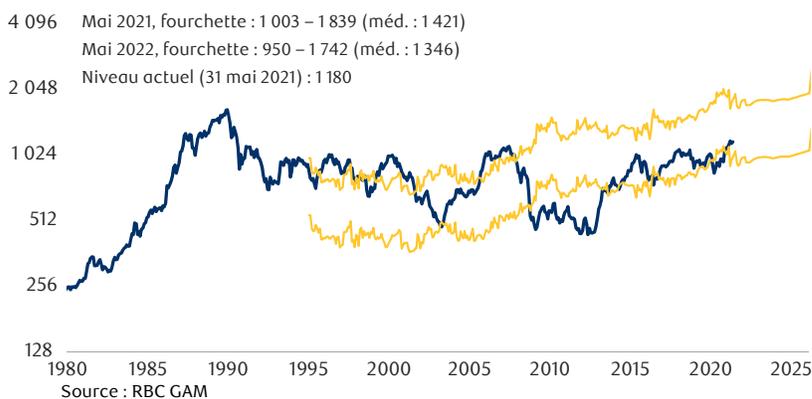
À notre avis, la croissance économique devrait s'accélérer davantage en Chine, en Inde, à Singapour et en Corée du Sud, tandis qu'elle devrait décevoir en Thaïlande, en Malaisie et aux Philippines. L'inflation est en hausse, compte tenu de l'augmentation des prix des marchandises, des goulots d'étranglement dans les chaînes logistiques et de la baisse des prix au cours de la dernière année en raison de la pandémie. Nous prévoyons que les banques centrales maintiendront leurs taux directeurs inchangés cette année. Toutefois, les taux directeurs pourraient bien être relevés l'an prochain en Chine, en Inde, en Indonésie, en Malaisie

Asie – Pondérations sectorielles recommandées

	Comité des stratégies de placement RBC GMA mai 2021	Référence MSCI Pacifique mai 2021	Risque de gestion active c. référence mai 2021
Énergie	1,8 %	2,1 %	(0,3 %)
Matières	6,9 %	6,4 %	0,5 %
Produits industriels	10,4 %	10,9 %	(0,5 %)
Consommation discrétionnaire	17,8 %	17,1 %	0,7 %
Produits de première nécessité	5,1 %	5,6 %	(0,5 %)
Soins de santé	7,3 %	7,2 %	0,1 %
Services financiers	17,1 %	17,1 %	0,0 %
Technologie de l'information	18,6 %	18,0 %	0,6 %
Services de communications	10,1 %	9,6 %	0,5 %
Services publics	1,4 %	1,9 %	(0,5 %)
Immobilier	3,5 %	4,1 %	(0,6 %)

Source : RBC GMA

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



et aux Philippines. Nous demeurons optimistes à l'égard des perspectives des actions asiatiques, mais nous surveillons de près la baisse d'intérêt pour les secteurs de croissance coûteux qui s'est amorcée au quatrième trimestre de 2020. Singapour a bénéficié de cette rotation entre les styles, contrairement à la Chine, où les actions de croissance occupent une place très importante.

Japon

Nous nous attendons à ce que les répercussions de la COVID-19 sur l'activité économique du Japon s'estompent. Le premier ministre Yoshihide Suga et la Banque du Japon devraient donc assouplir les mesures de relance musclées mises en place l'an dernier. La vigueur des exportations contribue à compenser l'incidence négative de la COVID-19.

Les exportations se sont accrues de 38,0 % sur 12 mois en avril, soit leur plus forte hausse en 11 ans, après avoir progressé de 16,1 % en mars. Ce gain est attribuable aux envois liés à l'automobile aux États-Unis et à la demande de matériel de fabrication de puces en Chine. La hausse de 0,6 % sur un mois de l'indice des directeurs d'achats du secteur manufacturier pour avril et celle de 3,5 % des commandes à l'exportation témoignent aussi de l'amélioration des perspectives. Les dépenses des ménages ont semblé se raffermir jusqu'en mars, mais elles ont diminué en avril, au moment où le nombre de cas de COVID-19 a bondi dans certaines régions. L'inflation devrait atteindre 0,4 % au deuxième trimestre, après avoir diminué constamment au cours de la dernière année. Le relèvement des prix est attribuable aux mesures de relance du gouvernement, à la libération de la demande refoulée des consommateurs et à la hausse des prix du pétrole brut. La Banque du Japon mettra probablement l'accent sur le maintien des conditions financières au moyen d'opérations sur obligations et de programmes de prêt. L'emploi s'est porté étonnamment bien, le taux de chômage s'étant établi à 2,9 % au premier trimestre de 2021, à peine plus que les 2,4 % enregistrés avant la propagation de la COVID-19.

Reste de l'Asie

La reprise économique de l'Asie a été forte, quoiqu'inégale. La Chine et la Corée du Sud ont continué de surpasser le reste de la région, et les marchés émergents, comme la Thaïlande et les Philippines, restent relativement faibles.

Nous nous attendons à ce que la reprise de la croissance se poursuive en Chine et à ce que Beijing mette fin aux mesures de relance économique dans les prochains mois. Toutefois, des changements importants de politique nous paraissent peu probables. L'économie a grimpé en flèche sur 12 mois au premier trimestre. La croissance des exportations, de la production industrielle et des ventes au détail a surpassé les prévisions générales, tandis que celle des investissements en immobilisations a été plus faible que prévu. Le PIB de la Chine a augmenté de 18,3 % en avril par rapport à l'année précédente et sa croissance pour l'année entière devrait s'établir à 8,8 %. Nous prévoyons cependant que l'activité économique sur 12 mois commencera à ralentir. Beijing s'est engagé à procéder à un retrait graduel et modéré des mesures de relance qui n'entraînerait qu'un léger ralentissement de la croissance du crédit. Nous croyons que la Chine tentera de maintenir les taux d'intérêt bas, tout en limitant le financement de l'immobilier, et favorisera la fabrication de produits haut de gamme.

La reprise économique de la Corée du Sud s'est accélérée ; les exportations ont continué d'augmenter et la consommation des ménages s'est raffermie plus rapidement que prévu après la contraction de l'an dernier. La confiance des consommateurs s'est établie près de son niveau le plus élevé en un an, et les grands magasins ont annoncé une croissance des ventes sur un an d'environ 50 % en mars, ce qui porte les ventes aux mêmes niveaux qu'en 2019. Nous nous attendons à ce que les dépenses de consommation poursuivent leur reprise graduelle,

compte tenu de la vaccination et des mesures de relance budgétaire. Le PIB devrait progresser de 3,6 % en 2021, alors qu'il avait diminué de 1,0 % en 2020.

Les perspectives de croissance de la Thaïlande demeurent faibles par rapport à celles de ses homologues asiatiques. Le PIB devrait s'accroître de 2,1 % en 2021, après avoir reculé de 6,1 % en 2020. Ce retard est dû au déploiement de vaccins le plus lent au sein de l'Association des nations de l'Asie du Sud-Est, à la lenteur des réouvertures des frontières, aux manifestations politiques et à une nouvelle vague de cas de COVID-19. Seulement 0,2 % des Thaïlandais avaient été vaccinés le 6 avril. Le déficit du compte courant du pays a presque doublé depuis la fin de l'année dernière, alors que l'économie, tributaire du tourisme, se trouve paralysée par la hausse des prix du pétrole, des importations d'or et des coûts de transport.

Les perspectives pour les Philippines demeurent également faibles. La pandémie continuera de sévir jusqu'à ce qu'une quantité importante de vaccins commence à arriver, au premier trimestre de 2022, et Manille et les provinces voisines restent soumises à de sévères mesures de confinement. La région métropolitaine de Manille représente environ 50 % du PIB du pays, et son incidence négative sur l'activité économique sera forte au deuxième trimestre, en raison du manque de mesures de relance mises en œuvre par le gouvernement. Le taux de chômage s'est établi à 8,7 % au premier trimestre de 2021, par rapport à 5,3 % avant la pandémie.

Perspectives régionales – Marchés émergents

Philippe Langham

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

Au cours des derniers mois, les marchés émergents ont perdu une partie de l'avance qu'ils avaient récemment prise sur les marchés développés en raison de l'appréciation du dollar américain au premier trimestre et de la forte baisse des actions chinoises, qui représentent une part importante de l'indice des marchés émergents.

Ce rendement masque le changement radical de style de gestion dominant amorcé à la fin de 2020, alors que l'optimisme entourant le redémarrage de l'économie a amené les actions de valeur et les actions cycliques à obtenir des rendements supérieurs après plusieurs années de disette. Ce changement a été favorisé par la demande accumulée et la souplesse des politiques monétaire et budgétaire aux États-Unis, qui se sont traduites par la hausse des prévisions d'inflation.

Comme les actions de croissance ont inscrit de solides rendements au cours des dernières années, la valorisation de l'indice de croissance des marchés émergents est supérieure à celle de l'indice de valeur des marchés émergents. La valorisation du décile d'actions le plus cher de l'indice MSCI Marchés émergents a connu une hausse sans précédent par rapport à d'autres segments du marché au chapitre de la valeur comptable et des bénéfices. La prime de valorisation

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

4 096 Mai 2021, fourchette : 926 – 1 559 (méd. : 1 243)
2 048 Mai 2022, fourchette : 925 – 1 559 (méd. : 1 242)
Niveau actuel (31 mai 2021) : 1 376



des actions les plus chères constituée durant les derniers mois ne découle pas d'une amélioration de la rentabilité relative. En effet, le rendement des capitaux propres du décile le plus cher des actions des marchés émergents a sensiblement diminué au cours des dernières années, tant sur le plan absolu que relatif.

La pondération des titres de sociétés à forte croissance, qui sont selon nous trop coûteux, est relativement limitée dans nos fonds des marchés émergents. Entre-temps, la reprise des actions de valeur a soutenu les titres des sociétés dont les valorisations sont les plus faibles. Par conséquent, nous privilégions nettement le segment intermédiaire des actions de qualité, où nous pouvons trouver des titres qui se négocient à des niveaux de valorisation raisonnables. Nous demeurons prudents tant pour les segments les plus chers du marché que pour les secteurs à forte valeur dans lesquels les sociétés peinent à obtenir un rendement équivalent au coût de leur capital.

Au cours des dernières années, nous avons constaté un écart de rendement important entre les marchés et les secteurs. L'écart de rendement entre les pays peut en grande partie s'expliquer par la composition sectorielle des indices. Ainsi, les pays cycliques et tributaires du secteur de la finance, comme la Turquie et le Chili, semblent bon marché par rapport à leurs niveaux historiques. Par contre, Taïwan, où le secteur de la technologie est important, semble cher. Les valorisations se situent juste au-dessus des niveaux moyens à long terme dans la plupart des pays émergents, conformément à la valorisation globale de l'indice. Nous sommes particulièrement optimistes quant aux perspectives de l'Inde, qui offre un bon choix de sociétés de grande qualité. Les marchés latino-américains ont déçu au cours de la dernière année, mais les valorisations attrayantes, la reprise économique et les améliorations des politiques favorisent une éclaircie des perspectives dans un contexte d'incertitude politique. En

Chine, la libéralisation du marché et les réformes financières sont positives, et nous pensons que la guerre commerciale aura pour effet de motiver fortement la Chine à atteindre ses objectifs à long terme de domination technologique et d'autosuffisance. Les valorisations élevées des sociétés de croissance de qualité supérieure sont notre principale source de préoccupation.

Nous constatons un changement important dans la composition de l'indice MSCI Chine : l'importance accrue des sociétés liées à Internet, qui représentent maintenant environ 50 % de la capitalisation boursière de l'indice, surpasse la prépondérance passée de la finance, de l'énergie et des matières. L'augmentation de l'écart de valorisation entre les actions des sociétés liées à Internet et les secteurs à faible croissance a eu pour effet d'accélérer cette différence de pondération.

Des écarts de valorisation importants persistent entre les secteurs dans l'ensemble des marchés émergents. Les secteurs avantagés par la COVID-19, comme les soins de santé, la consommation discrétionnaire (principalement le commerce électronique dans les marchés émergents), les services de communications (dominés par les médias sociaux) et la technologie de l'information, semblent tous surévalués. Par contre, les valorisations de la finance et de l'énergie sont faibles. Nous privilégions les secteurs de la consommation, qui sont axés sur des rendements élevés et favorisés par des facteurs comme la hausse des revenus, les réformes économiques, la situation

démographique attrayante, la montée de l'urbanisation et les tendances en matière d'emploi. Parmi les secteurs cycliques, nous préférons la finance en raison des valorisations, de l'amélioration de la qualité des actifs, du faible taux de pénétration et de la croissance structurelle. Nous réduisons graduellement la pondération des segments coûteux du marché liés à Internet. En plus des préoccupations à l'égard des valorisations, de plus en plus de signes nous laissent croire que les sociétés liées à Internet seront confrontées à des obstacles sur le plan de la concurrence, de la réglementation et de la hausse des impôts.

Du point de vue géographique, nous nous concentrons sur les vulnérabilités des marchés émergents advenant la hausse continue des taux des obligations mondiales. Par le passé, les marchés émergents qui présentaient un important déficit du compte courant ont souffert dans un tel contexte. Nous notons cependant que le déficit du compte courant des cinq marchés émergents les plus fragiles – l'Afrique du Sud, la Turquie, le Brésil, l'Indonésie et l'Inde – s'est considérablement amélioré depuis la crise liée à la réduction de la relance en 2013.

Les variations du rendement des actions des marchés émergents par rapport à celles des marchés développés ont tendance à se produire par vagues, les longues périodes de rendements supérieurs étant suivies de longues périodes de rendements inférieurs. Les marchés émergents ont affiché des rendements considérablement supérieurs de 2000 à 2010, mais inférieurs pour la plupart

au cours de la dernière décennie. Le dollar américain et l'importance de l'écart de la croissance économique et des bénéfices entre les marchés émergents et les marchés développés sont les facteurs qui influent généralement sur le rendement relatif des marchés émergents. À notre avis, les arguments qui militent en faveur d'une orientation favorable de ces facteurs et du début d'une période de rendements supérieurs des marchés émergents sont assez convaincants.

Après une excellente décennie, le dollar américain semble cher selon la plupart des mesures d'évaluation. L'assouplissement monétaire et budgétaire énergétique aux États-Unis, qui a entraîné une hausse du déficit du compte courant du pays, conjugué à l'accroissement des déficits budgétaires, contribue à la dépréciation du billet vert. Bien que la politique soit accommodante aux États-Unis et dans la plupart des autres marchés développés, ce n'est pas le cas en Chine, où un resserrement ciblé est en cours. La Chine a fixé des objectifs de croissance relativement prudents, en donnant la priorité à la gestion de l'endettement excessif, afin d'aligner la croissance du crédit sur le PIB nominal. Le penchant pour le resserrement se traduit également par l'encadrement continu de l'immobilier résidentiel au moyen de limites visant les ratios financiers des promoteurs et les prêts immobiliers. Le resserrement en Chine favorise grandement les obligations chinoises, qui ont attiré d'importants capitaux étrangers. De plus, l'orientation relativement prudente de la politique laisse entrevoir une appréciation du renminbi à long terme.

Comité des stratégies de placement RBC GMA

Membres



Daniel E. Chornous, CFA

Chef des placements
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

Président, Comité des stratégies de placement RBC GMA

Dan Chornous est le chef des placements de RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. Le total des actifs sous gestion de ce groupe se chiffre à environ 568 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, et les équipes d'analyse technique, quantitative et économique de la société à l'échelle mondiale.

* ASG en CAD au 31 mai 2021



Stephen Burke, PhD, CFA

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

M. Burke est gestionnaire de portefeuilles 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 Itée (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.



Soo Boo Cheah, MBA, CFA

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

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



Dagmara Fijalkowski, MBA, CFA

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

En qualité de chef, Titres mondiaux à revenu fixe et devises, M^{me} Fijalkowski dirige une équipe de plus de 40 professionnels des placements en poste à Toronto, à Londres et à Minneapolis, qui gèrent près de 100 milliards de dollars d'actifs. En tant que gestionnaire de portefeuille, M^{me} Fijalkowski supervise la gestion de plusieurs fonds d'obligations, y compris le Fonds d'obligations RBC, et gère des stratégies de couverture du risque de change et de gestion active par superposition. Elle dirige le Comité stratégique de placement des titres à revenu fixe, qui détermine le niveau de risque approprié à prendre en tenant compte des conditions du marché. Elle siège au Comité de la politique de placement de RBC, qui est responsable de la composition de l'actif des produits de placement équilibrés, et au Comité des stratégies de placement RBC. En 2016, elle a été nommée au comité de direction de RBC GMA. M^{me} Fijalkowski a débuté dans le secteur des placements en 1994. Elle a obtenu son MBA à la Richard Ivey School of Business de l'Université Western au Canada, et est titulaire d'une maîtrise en économie de l'Université de Lodz, en Pologne. Elle détient aussi le titre d'analyste financière agréée (CFA) depuis 1997.



Stuart Kedwell, CFA

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

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



Eric Lascelles

Économiste en chef
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

À titre d'économiste en chef de RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. (RBC GMA), M. Lascelles est responsable de la mise à jour des prévisions de la société pour l'économie mondiale et de la production de recherches macroéconomiques. Il est également membre du Comité des stratégies de placement RBC GMA, soit le groupe responsable des recommandations générales de répartition de l'actif de RBC GMA. M. Lascelles livre fréquemment des commentaires dans les médias et fait régulièrement des présentations au sein de RBC GMA et à l'extérieur. Avant de se joindre à RBC GMA 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 stratégeste, Taux d'intérêt. Auparavant, il avait travaillé comme économiste pour une grande banque canadienne et comme économiste-rechercheur pour un organisme du gouvernement fédéral.



Scott Lysakowski, CFA

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

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



Hanif Mamdani

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

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



Sarah Riopelle, CFA

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

Depuis 2009, M^{me} Riopelle est responsable de la gestion de la gamme de solutions de portefeuille RBC. Elle 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 RBC GMA, qui est 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 et veille au bon déroulement de tous les aspects de la fonction de gestion des placements à RBC GMA. Elle est membre du Comité de direction sur la diversité, RBC Gestion de patrimoine. M^{me} Riopelle est entrée au service de RBC Gestion mondiale d'actifs en 2003 à titre de première analyste du groupe Stratégie de placement. Elle a ensuite travaillé au sein de l'équipe Actions canadiennes en qualité d'analyste, puis de gestionnaire de portefeuille. Elle a commencé sa carrière dans le secteur des placements en 1996, après avoir obtenu un baccalauréat en commerce avec majeure en finance et en gestion des affaires internationales de l'Université d'Ottawa. Le titre d'analyste financière agréée lui a été décerné en 2001.



Martin Paleczny, CFA

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

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



Jaco Van der Walt, DCom

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

Jaco Van der Walt est vice-président et chef mondial, Placements et recherche quantitative, RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. En 2019, il est entré au service de RBC GMA afin de veiller à l'essor des placements systématiques et d'assurer l'avenir de la recherche quantitative dans un monde marqué par l'évolution rapide des technologies et différentes sources de données. Avant de se joindre à la société, il a occupé un poste de direction à l'une des principales sociétés de services financiers d'Afrique. Il y dirigeait le bureau de gestion des placements et coordonnait les activités liées aux caisses de retraite, à l'assurance, aux services bancaires et à la gestion de patrimoine. Il a aussi siégé au conseil d'administration et aux comités des placements de plusieurs régimes de retraite, et a fait ses preuves à titre d'instigateur de changements transformationnels. M. Van der Walt a obtenu un doctorat en commerce (économie) de l'Université de Pretoria en 1997 et une maîtrise ès arts (économie) de l'Université de Toronto en 1994.



Milos Vukovic, CFA

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

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

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

Comité consultatif, Actions mondiales

› Philippe Langham

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

› Brad Willock, CFA

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

› Mayur Nallamala

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

› Martin Paleczny, CFA

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

› 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

Le présent document est fourni par RBC Gestion mondiale d'actifs (RBC GMA), aux fins d'information uniquement. Il ne peut être ni reproduit, ni distribué, ni publié sans le consentement écrit préalable de RBC GMA ou de ses entités affiliées mentionnées dans les présentes. Le présent document ne constitue pas une offre d'achat ou de vente, ou la sollicitation d'achat ou de vente de titres, de produits ou de services dans aucun territoire. Il n'a pas pour objectif de fournir des conseils juridiques, comptables, fiscaux, financiers, liés aux placements ou autres, et ne doit pas servir de fondement à de tels conseils. Ce document ne peut pas être distribué aux personnes résidant dans les territoires où une telle distribution est interdite.

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

Au Canada, ce document est fourni par RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. (y compris Phillips, Hager & North Institutionnel), qui est régie par chaque commission provinciale ou territoriale des valeurs mobilières auprès de laquelle elle est inscrite. Aux États-Unis, ce document est fourni par RBC Global Asset Management (U.S.) Inc., un conseiller en placement agréé par le gouvernement fédéral. En Europe, ce document est fourni par RBC Global Asset Management (UK) Limited, qui est agréée et régie par la Financial Conduct Authority du Royaume-Uni. En Asie, ce document est fourni par RBC Global Asset Management (Asia) Limited, qui est inscrite auprès de la Securities and Futures Commission (SFC) de Hong Kong.

Vous trouverez des précisions sur RBC GMA à www.rbcgam.com.

Ce document n'a pas été revu par une autorité en valeurs mobilières ou toute autre autorité de réglementation, et n'est inscrit auprès d'aucune d'entre elles. Il peut, selon le cas, être distribué par les entités susmentionnées dans leur territoire respectif.

Tout renseignement prospectif sur les placements ou l'économie contenu dans le présent document a été obtenu par RBC GMA auprès de plusieurs sources. Les renseignements obtenus auprès de tiers sont jugés fiables ; toutefois, aucune déclaration ni garantie, expresse ou implicite, n'est faite ni donnée par RBC GMA ou ses sociétés affiliées ni par aucune autre personne quant à leur exactitude, leur intégralité ou leur bien-fondé. RBC GMA et ses sociétés affiliées n'assument aucune responsabilité à l'égard des erreurs ou des omissions.

Les opinions exprimées dans les présentes sont celles du leadership avisé de RBC GMA et peuvent changer sans préavis. Elles sont fournies aux fins d'information uniquement, n'ont pas pour objectif de fournir des conseils juridiques, comptables, fiscaux, financiers, liés aux placements ou autres, et ne doivent pas servir de fondement à de tels conseils. RBC GMA n'assume aucune obligation ou responsabilité quant à la mise à jour de ces opinions.

RBC GMA se réserve le droit, à tout moment et sans préavis, de corriger ou de modifier les renseignements, ou de cesser de les publier.

Les rendements antérieurs ne se répètent pas nécessairement. Tout placement comporte un risque de perte de la totalité ou d'une partie du montant investi. Les rendements, si indiqués, sont fournis à des fins d'illustration seulement et ne constituent en aucun cas des prévisions. Le rendement actuel peut être supérieur ou inférieur à celui indiqué, et peut varier considérablement, notamment à plus court terme. Il est impossible d'investir directement dans un indice.

Certains énoncés contenus dans ce document peuvent être considérés comme étant des énoncés prospectifs, lesquels expriment des attentes ou des prévisions actuelles à l'égard de résultats ou d'événements futurs. Les énoncés prospectifs ne sont pas des garanties de rendements ou d'événements futurs et comportent des risques et des incertitudes. Il convient de ne pas se fier indûment à ces énoncés, puisque les résultats ou les événements réels pourraient différer considérablement de ceux qui y sont indiqués en raison de divers facteurs. Avant de prendre une décision de placement, nous vous invitons à prendre en compte attentivement tous les facteurs pertinents.

RBC Gestion mondiale d'actifs

® / ^{MC} Marque(s) de commerce de Banque Royale du Canada, utilisée(s) sous licence.
© RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. 2021

Date de publication : 15 juin 2021

100538 (06/2021)

GI0_SUMMER_2021_F 06/25/2021

