

RBC Gestion mondiale d'actifs

# Regard sur les placements mondiaux

Comité des stratégies de placement RBC GMA



NOUVEL AN 2024



# Comité des stratégies de placement RBC GMA



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

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

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

Ces recommandations comprennent :



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



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



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



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



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

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

# Table des matières

## 2 Sommaire

Regard sur les placements mondiaux

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

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

## 6 Prévisions économiques et des marchés financiers

Comité des stratégies de placement RBC GMA

## 7 Répartition de l'actif recommandée

Comité des stratégies de placement RBC GMA

## 12 Rendement des marchés financiers

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

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

## 16 Perspectives économiques

Faiblesse économique à venir

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

## 30 Perspectives des marchés

Il existe désormais d'autres options

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

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

## 47 Marchés mondiaux des titres à revenu fixe

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

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

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

## 57 Marchés des changes

Le dollar recommencera à reculer

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

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

## Perspectives régionales

### 66 États-Unis

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

### 69 Canada

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

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

### 72 Europe

**David Lambert** – Premier gestionnaire de portefeuille et chef, RBC Global Asset Management (UK) Limited

### 75 Asie

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

### 78 Marchés émergents

**Christoffer Enemaerke** – Gestionnaire de portefeuille, RBC Global Asset Management (UK) Limited

## 80 Comité des stratégies de placement RBC GMA



## Sommaire



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



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

Les progrès réalisés dans la lutte contre l'inflation ont revigoré les obligations et les actions, un resserrement additionnel de la politique monétaire n'étant plus nécessaire. Comme les hausses de taux n'ont pas encore produit tous leurs effets, la menace d'une récession persiste pour le début de 2024. Néanmoins, le prochain cycle se profile à l'horizon. Nous croyons que les marchés des capitaux sont en train de prendre en compte un retour à une inflation optimale et un raffermissement de la croissance dans le courant de l'année prochaine, dans un contexte de valorisations généralement attrayantes.

### **L'économie a évité la récession en 2023, mais des défis restent à relever pour le premier semestre de 2024**

Bien qu'une récession ait été évitée jusqu'à présent en 2023, l'économie ralentira probablement au cours du premier semestre de 2024, avant de se raffermir plus tard dans l'année. L'épargne accumulée pendant la pandémie s'épuise, les dépenses publiques s'orientent vers un ralentissement et les frictions géopolitiques sont intenses. Toutefois, le principal obstacle pour l'économie mondiale demeure la progression des taux d'intérêt à leur plus haut niveau en 16 ans au milieu de 2023. S'ils restent élevés, les coûts d'emprunt plus importants pourraient dissuader les entreprises et les consommateurs de dépenser, tout en nuisant au service de la dette. La pression exercée par la

hausse des taux d'intérêt est désormais visible dans les données économiques. Le commerce mondial se contracte ; les attentes des entreprises sont modestes ; l'activité dans le secteur du logement a chuté et le marché du travail commence à s'essouffler, quoique progressivement. Les conditions demeurent favorables à un atterrissage en douceur de l'économie et la probabilité de ce scénario grandit à mesure que l'inflation ralentit. Cela dit, nous continuons de prévoir une légère contraction aux États-Unis, au Canada, au Royaume-Uni et dans la zone euro au premier semestre de 2024.

### L'inflation devrait continuer de diminuer

L'inflation a fortement chuté par rapport à son niveau le plus élevé depuis plusieurs décennies, au milieu de 2022, et nous croyons que ce déclin se poursuivra. Les quatre principaux facteurs de la montée en flèche de l'inflation se sont inversés de façon marquée. Le choc des marchandises s'est estompé, les goulots d'étranglement des chaînes logistiques se sont résorbés, les banques centrales sont passées des mesures d'assouplissement massif à une politique restrictive, et les mesures de relance budgétaire sont sensiblement réduites. Au plus fort de la tempête, l'inflation élevée était généralisée et la plus grande partie du panier des dépenses augmentait à un rythme inhabituel, mais l'ampleur de ces phénomènes s'estompe rapidement. L'inflation des biens a disparu. L'inflation

dans le secteur des services reste élevée, mais elle a aussi atteint son sommet, et une économie plus faible devrait apporter un répit supplémentaire. Les coûts du logement, qui demeurent le plus important facteur d'inflation, sont susceptibles de baisser, en partie en raison des prévisions de repli du prix des maisons, et en partie parce que la part du logement au sein de l'IPC affiche un retard, de sorte que l'indice devrait refléter la faiblesse au cours des prochains mois. Pour toutes ces raisons, nous croyons que l'inflation continuera de se rapprocher de la cible de 2 % de la banque centrale, même si ce niveau pourrait ne pas être atteint d'ici la fin de l'année prochaine. Nos prévisions concernant l'inflation sont légèrement inférieures aux prévisions générales.

### Le dollar américain a fait preuve de résilience, mais les facteurs favorables se dissipent

Le dollar américain est resté élevé plus longtemps que prévu. Les éléments favorables au billet vert commencent toutefois à s'estomper et des signes indiquent que les préoccupations budgétaires et le ralentissement de l'économie ont commencé à peser sur la monnaie, qui se situe à plus de 20 % au-dessus de la juste valeur.

Nous prévoyons donc que le dollar cédera du terrain aux principales devises comme l'euro et le yen. Nous sommes relativement plus prudents à l'égard des devises des marchés émergents à court terme, bien qu'elles soient susceptibles, collectivement, de profiter d'une baisse soutenue du dollar américain à long terme.

### Les taux d'intérêt à court terme pourraient avoir atteint leur sommet

Les taux directeurs dans les marchés développés se sont stabilisés à un niveau élevé de l'ordre de 5 %, après un relèvement exceptionnellement prononcé en réponse au choc inflationniste. Il n'est pas impossible que de nouvelles hausses de taux soient décrétées si l'inflation devait se maintenir à des niveaux supérieurs à 3 %. Cela dit, les données soutiennent de plus en plus un abaissement des

taux en 2024, probablement plus tôt que prévu, et le rythme des baisses de taux pourrait s'accélérer. Les taux directeurs sont maintenant restrictifs, et il est peu probable qu'ils soient maintenus à leurs niveaux actuels si l'économie entre en récession ou si l'inflation continue de progresser vers la cible de 2 %.

## Les obligations d'État connaissent une remontée impressionnante, notamment en raison des valorisations attrayantes, car les investisseurs anticipent la fin du cycle de resserrement

La hausse des taux des dernières années fait en sorte que la plupart des ajustements nécessaires au rétablissement d'un niveau adéquat de rémunération des investisseurs en titres à revenu fixe ont généralement déjà eu lieu. La possibilité d'une baisse des taux obligataires est apparue à l'automne, dans la foulée de la hausse à près de 5 % des taux des obligations du Trésor à 10 ans, ouvrant pour les investisseurs en obligations l'un des points d'entrée les plus attrayants depuis longtemps. Les marchés obligataires se sont redressés en novembre, alors que les investisseurs anticipaient la fin éventuelle du cycle de resserrement et la possibilité d'un assouplissement l'an prochain. Le taux des obligations américaines à 10 ans a chuté à 4,33 % en novembre, puis a atteint 4,00 % en décembre, depuis un sommet de 5,02 % en octobre. Les obligations d'État du Canada et de l'Europe se sont raffermies à des

degrés semblables. La reprise a commencé par une sous-évaluation générale des taux par rapport à nos modèles d'équilibre, situation qui n'a été observée qu'à quelques reprises au cours des 40 dernières années, notamment pendant la crise financière mondiale et lors d'une brève hausse des taux en 2013. Nos modèles indiquent maintenant que les taux des obligations du Trésor à 10 ans pourraient se situer entre 3,50 % et 4,00 %, voire plus bas à long terme, en supposant une prime d'inflation entre 2,0 % et 2,5 %, des taux réels entre 0 % et 1 % et une prime de terme d'environ 100 à 150 points de base. Le cas échéant, les investisseurs pourraient obtenir des rendements totaux de 5 % à 10 % au cours de l'année à venir, puisqu'ils obtiendront des revenus de coupons intéressants en sus des gains en capital, à mesure que les taux continueront de baisser.

## Les valorisations boursières sont raisonnables en dehors des sociétés à mégacapitalisation américaines, mais la croissance des bénéfices sera essentielle pour soutenir la reprise

En 2023, la remontée du marché boursier s'est distinguée par le fait qu'elle a reposé sur un nombre restreint de titres, les investisseurs ayant tenu compte du contexte économique difficile pour la plupart des sociétés cotées en bourse. Dans ces conditions, les « sept magnifiques », c'est-à-dire les sept actions les plus importantes du S&P 500 selon la valeur marchande, aussi considérées comme des actions de croissance de haute qualité, avaient progressé de 76 % au 30 novembre, faisant grimper le Nasdaq, riche en titres technologiques, de 36 % et le S&P 500 de 18 %, les sept actions représentant à elles seules 29 % et 15 % des gains respectifs de ces indices. La plupart des actions ont produit des rendements nettement inférieurs à ceux de l'indice pondéré en fonction de la capitalisation boursière. L'indice S&P 500 équi pondéré, qui reflète mieux le rendement moyen des actions, n'a progressé que de 5 % au cours de cette période, et plusieurs autres indices mondiaux, comme l'indice britannique FTSE 100, l'indice composé S&P/TSX du Canada, l'indice de référence des marchés émergents et même les indices de sociétés américaines à petite capitalisation, n'ont produit que des rendements inférieurs à 5 %. Par conséquent, outre le S&P 500 pondéré en fonction de la capitalisation boursière et dominé par les sept magnifiques, les actions mondiales

sont plus abordables, plus particulièrement à l'extérieur des États-Unis, où elles se négocient à des escomptes substantiels par rapport à leur juste valeur. Étant donné que les valorisations sont généralement raisonnables, le plus grand risque pour le marché boursier est, à notre avis, la trajectoire à court terme des bénéfices des entreprises. Les analystes prévoient un rebond de la croissance des bénéfices de l'indice S&P 500 qui passerait de 2 % de cette année à 11 % en 2024. Nous sommes toutefois d'avis que ces attentes pourraient être ébranlées si une récession d'ampleur modérée ou de plus grande importance s'installait aux États-Unis et dans le reste du monde. Dans la mesure où un atterrissage en douceur pour les États-Unis et l'économie mondiale devient de plus en plus manifeste, il est probable que les actions poursuivent leur progression. Si les perspectives de croissance s'améliorent et que la menace de bénéfices moindres diminue, la reprise pourrait gagner en vigueur et les titres des régions hors États-Unis, les titres de valeur et les actions de sociétés à petite et à moyenne capitalisation pourraient prendre les devants dans un contexte d'augmentation généralisée des bénéfices des sociétés, au moment où les investisseurs seront attirés par les valorisations les plus attrayantes, après le premier semestre de 2024.

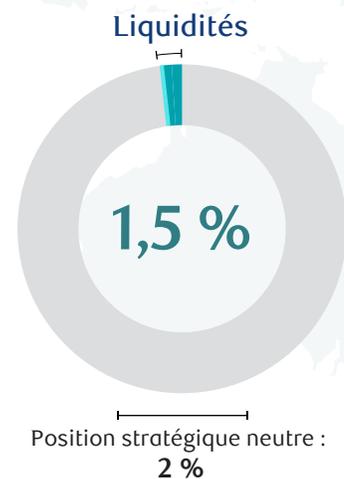
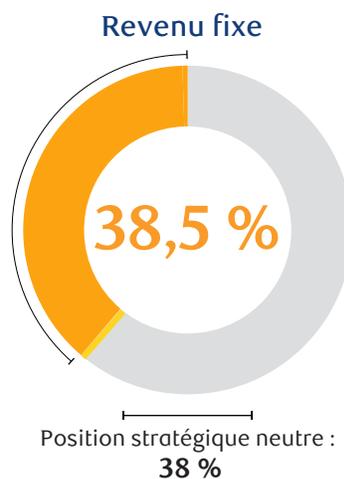
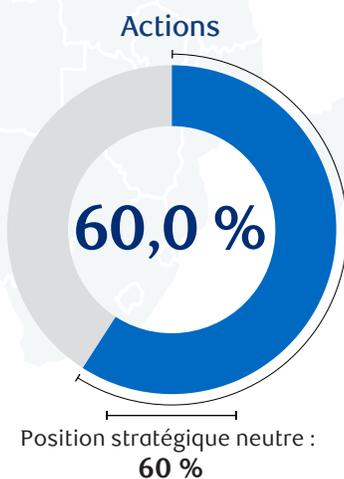
## Répartition de l'actif : augmentation de la pondération en titres à revenu fixe au-dessus de la position neutre

Nous reconnaissons que l'incertitude persiste, car les resserrements antérieurs de la politique monétaire se répercutent sur l'économie mondiale. Selon notre scénario de base, les économies devraient tomber en récession au cours des prochains trimestres, mais nous reconnaissons qu'il existe également des hypothèses plus optimistes pour l'économie et les actifs à risque, et qu'il est de plus en plus probable que ces dernières se concrétisent. Comme l'inflation suit une trajectoire favorable, il est peu probable que les banques centrales augmentent davantage les taux, et des réductions des taux directeurs seront appropriées à un moment donné au cours de la prochaine année. Dans le cas des obligations d'État, le rapport risque-rendement est particulièrement intéressant, étant donné que, à des taux plus élevés, les actifs à revenu fixe jouent le rôle de valeurs refuges et peuvent offrir une protection contre un repli des actions tout en réduisant le risque de pertes importantes. Même si nous continuons de nous attendre à ce que les actions surpassent les obligations à long terme, la détention d'actions par rapport aux titres à revenu fixe est moins avantageuse qu'elle ne l'était aux étapes antérieures du cycle, et les investisseurs ne sont peut-être pas

suffisamment rémunérés pour pallier le risque de repli de l'économie. Nous nous montrerions plus optimistes en ce qui a trait aux perspectives des actions si nous constatons un agrandissement de l'ampleur du marché boursier, une amélioration des indicateurs économiques avancés ou un assouplissement des conditions monétaires. Compte tenu de l'équilibre à maintenir entre les risques et les occasions pour les placements à court et à long terme, nous avons rehaussé notre pondération en titres à revenu fixe au cours du dernier trimestre, ce qui a fait bondir la pondération des obligations au-dessus du point neutre pour la première fois en deux décennies. Nous avons utilisé des liquidités pour accroître notre pondération en titres à revenu fixe de 50 points de base, car les taux des obligations du Trésor à 10 ans ont grimpé à près de 5 %. Pour un portefeuille mondial équilibré, nous recommandons actuellement la répartition de l'actif suivante : 60 % en actions (position neutre stratégique : 60 %), 38,5 % en titres à revenu fixe (position neutre stratégique : 38 %) et le reste en liquidités. La répartition de l'actif des fonds ou des portefeuilles de clients peut différer en fonction des politiques de placement individuelles.

### Composition d'actifs recommandée

Comité des stratégies de placement RBC GMA



Nota : Au 30 novembre 2023. Source : RBC GMA

# Prévisions économiques et des marchés financiers

## Prévisions économiques (Comité des stratégies de placement RBC GMA)

	États-Unis		Canada		Europe		Royaume-Uni		Japon		Chine		Marchés émergents*	
	Nouvel An 2024	Variation p.r. prév. automne 2023	Nouvel An 2024	Variation p.r. prév. automne 2023	Nouvel An 2024	Variation p.r. prév. automne 2023	Nouvel An 2024	Variation p.r. prév. automne 2023	Nouvel An 2024	Variation p.r. prév. automne 2023	Nouvel An 2024	Variation p.r. prév. automne 2023	Nouvel An 2024	Variation p.r. prév. automne 2023
<b>PIB réel</b>														
2022R	1,94 %		3,44 %		3,43 %		4,35 %		1,02 %		2,98 %		3,49 %	
2023E	2,40 %	0,50	1,10 %	(0,20)	0,60 %	0,10	0,50 %	0,20	1,70 %	(0,30)	5,60 %	0,70	5,30 %	0,60
2024E	0,30 %	Aucune	(0,40 %)	(0,60)	(0,30 %)	(0,50)	(0,50 %)	(0,70)	0,40 %	(0,30)	4,50 %	0,10	4,10 %	0,10
<b>IPC</b>														
2022R	8,00 %		6,80 %		8,38 %		9,05 %		2,52 %		1,85 %		4,85 %	
2023E	4,10 %	0,10	3,90 %	0,20	5,60 %	0,20	7,50 %	0,10	3,10 %	Aucune	0,40 %	(0,10)	2,60 %	(0,20)
2024E	2,50 %	0,30	2,40 %	0,10	2,70 %	0,60	2,90 %	0,50	1,40 %	(0,10)	1,20 %	(0,40)	2,60 %	(0,50)

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

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

	Novembre 2023	Prévisions novembre 2024	Variation p.r. prév. automne 2023	Estimation rendement total sur un an* (%)
<b>Marchés des devises c. USD</b>				
CAD (USD-CAD)	1,36	1,27	0,03	6,5
EUR (EUR-USD)	1,09	1,21	Aucune	9,4
JPY (USD-JPY)	148,19	130,00	10,00	8,2
GBP (GBP-USD)	1,26	1,31	(0,02)	3,7
<b>Marchés des titres à revenu fixe</b>				
É.-U. – Taux des fonds fédéraux	5,50	4,75	0,25	
É.-U. – Taux de l'obligation à 10 ans	4,33	4,00	0,50	7,0
Canada – Taux de financement à un jour	5,00	4,00	(0,25)	
Canada – Taux de l'obligation à 10 ans	3,55	3,00	Aucune	8,3
Zone euro – Taux des facilités de dépôt	4,00	3,00	(0,25)	
Allemagne – Taux de l'obligation à 10 ans	2,45	2,50	(0,10)	2,0
Royaume-Uni – Taux de base	5,25	4,50	(0,75)	
Royaume-Uni – Taux de l'obligation à 10 ans	4,18	4,00	(0,25)	5,7
Japon – Taux de financement à un jour	(0,02)	0,10	Aucune	
Japon – Taux de l'obligation à 10 ans	0,67	1,00	0,25	(2,4)
<b>Marchés des actions</b>				
S&P 500	4 568	4 500	100	0,1
S&P/TSX composé	20 236	20 550	(150)	5,0
MSCI Europe	153	158	4	6,6
FTSE 100	7 454	7 550	50	5,3
Nikkei	33 487	34 750	1 650	5,7
MSCI Marchés émergents	987	1 015	15	6,0

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

# Répartition de l'actif recommandée

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

Comme chacun a des attentes de rendement et une tolérance à la volatilité qui lui sont propres, il n'y a pas de répartition stratégique de l'actif « universelle ». À partir d'une étude portant sur 40 ans de rendements<sup>1</sup> historiques et de volatilité<sup>2</sup> des rendements (la fourchette qui englobe le rendement moyen et la plupart des résultats à court terme), nous avons créé cinq profils généraux et attribué à chacun une répartition stratégique repère de l'actif. Ces profils vont de Prudence élevée à 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'actifs. 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'actifs précises pour que les portefeuilles puissent profiter des marchés qui offrent des perspectives à court terme relativement attrayantes.

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

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

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

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

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

<sup>2</sup> Volatilité : L'écart type des rendements. L'écart type est une mesure statistique qui définit la fourchette autour du rendement moyen et à l'intérieur de laquelle les 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	Nouvel An 2023	Printemps 2023	Été 2023	Automne 2023	Nouvel An 2024
Liquidités	2,0 %	0,0 % – 15,0 %	1,0 %	1,5 %	2,0 %	2,0 %	1,5 %
Obligations	38,0 %	23,0 % – 53,0 %	37,0 %	37,5 %	38,0 %	38,0 %	38,5 %
Actions	60,0 %	45,0 % – 75,0 %	62,0 %	61,0 %	60,0 %	60,0 %	60,0 %

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

Répartition régionale							
Obligations mondiales	IMOG* Novembre 2023	Fourchette permise	Nouvel An 2023	Printemps 2023	Été 2023	Automne 2023	Nouvel An 2024
Amérique du Nord	45,2 %	35,2 % – 55,2 %	51,8 %	49,0 %	42,7 %	40,3 %	47,7 %
Europe	34,4 %	24,4 % – 44,4 %	30,7 %	31,2 %	37,1 %	39,8 %	34,4 %
Asie	20,5 %	10,5 % – 30,5 %	17,6 %	19,8 %	20,3 %	20,0 %	18,0 %

Actions mondiales	MSCI** Novembre 2023	Fourchette permise	Nouvel An 2023	Printemps 2023	Été 2023	Automne 2023	Nouvel An 2024
Amérique du Nord	70,3 %	60,3 % – 80,3 %	71,0 %	68,0 %	67,7 %	69,3 %	69,8 %
Europe	14,1 %	4,1 % – 24,1 %	13,6 %	15,5 %	15,8 %	14,5 %	14,1 %
Asie	7,3 %	0,0 % – 17,3 %	7,4 %	8,2 %	8,4 %	8,2 %	8,1 %
Marchés émergents	8,3 %	0,0 % – 18,3 %	8,1 %	8,4 %	8,1 %	8,1 %	8,1 %

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

Actions mondiales – répartition sectorielle					
	MSCI** Novembre 2023	CSP RBC GMA Automne 2023	CSP RBC GMA Nouvel An 2024	Variation depuis Automne 2023	Pondération c. référence
Énergie	5,02 %	5,12 %	6,72 %	1,60	133,8 %
Matières	4,08 %	5,17 %	2,48 %	(2,70)	60,8 %
Produits industriels	10,71 %	12,97 %	12,11 %	(0,86)	113,1 %
Consommation discrétionnaire	10,83 %	11,02 %	10,83 %	(0,19)	100,0 %
Consommation de base	7,17 %	7,33 %	5,67 %	(1,66)	79,1 %
Soins de santé	12,42 %	12,58 %	12,42 %	(0,16)	100,0 %
Services financiers	14,96 %	13,58 %	14,96 %	1,39	100,0 %
Technologies de l'information	22,45 %	23,89 %	24,45 %	0,56	108,9 %
Services de communications	7,28 %	7,21 %	8,28 %	1,07	113,7 %
Services publics	2,71 %	0,74 %	0,71 %	(0,03)	26,2 %
Immobilier	2,38 %	0,40 %	1,38 %	0,97	57,9 %

\* 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'actifs	Repère	Fourchette	Dernier trimestre	Recomm. actuelle
Liquidités ou équivalents	2 %	0-15 %	2,0 %	1,5 %
Revenu fixe	73 %	68-88 %	73,0 %	73,5 %
Total – liquidités et revenu fixe	75 %	60-90 %	75,0 %	75,0 %
Actions canadiennes	10 %	0-20 %	9,9 %	9,9 %
Actions américaines	8 %	0-18 %	7,9 %	7,9 %
Actions internationales	7 %	0-17 %	7,2 %	7,2 %
Marchés émergents	0 %	0 %	0,0 %	0,0 %
Total – actions	25 %	10-40 %	25,0 %	25,0 %
		Rendement	Volatilité	
Moyenne sur 40 ans		7,4 %	4,9 %	
Moyenne des 12 derniers mois		3,4 %	7,9 %	

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'actifs	Repère	Four- chette	Dernier trimestre	Recomm. actuelle
Liquidités ou équivalents	2 %	0-15 %	2,0 %	1,5 %
Revenu fixe	58 %	43-83 %	58,0 %	58,5 %
Total – liquidités et revenu fixe	60 %	45-75 %	60,0 %	60,0 %
Actions canadiennes	13 %	3-23 %	12,9 %	12,9 %
Actions américaines	15 %	5-25 %	14,9 %	14,9 %
Actions internationales	12 %	2-22 %	12,2 %	12,2 %
Marchés émergents	0 %	0 %	0,0 %	0,0 %
Total – actions	40 %	25-55 %	40,0 %	40,0 %
		<b>Rendement</b>	<b>Volatilité</b>	
Moyenne sur 40 ans		7,9 %	6,2 %	
Moyenne des 12 derniers mois		4,9 %	8,4 %	

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'actifs	Repère	Four- chette	Dernier trimestre	Recomm. actuelle
Liquidités ou équivalents	2 %	0-15 %	2,0 %	1,5 %
Revenu fixe	38 %	23-53 %	38,0 %	38,5 %
Total – liquidités et revenu fixe	40 %	25-55 %	40,0 %	40,0 %
Actions canadiennes	15 %	5-25 %	14,8 %	14,8 %
Actions américaines	25 %	15-35 %	24,8 %	24,8 %
Actions internationales	15 %	5-25 %	15,5 %	15,5 %
Marchés émergents	5 %	0-15 %	4,9 %	4,9 %
Total – actions	60 %	45-75 %	60,0 %	60,0 %
		<b>Rendement</b>	<b>Volatilité</b>	
Moyenne sur 40 ans		8,4 %	7,7 %	
Moyenne des 12 derniers mois		6,7 %	9,2 %	

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'actifs	Repère	Four- chette	Dernier trimestre	Recomm. actuelle
Liquidités ou équivalents	2 %	0-15 %	2,0 %	1,5 %
Revenu fixe	23 %	8-38 %	23,0 %	23,5 %
Total – liquidités et revenu fixe	25 %	10-40 %	25,0 %	25,0 %
Actions canadiennes	18 %	8-28 %	17,8 %	17,8 %
Actions américaines	30 %	20-40 %	29,8 %	29,8 %
Actions internationales	19 %	9-29 %	19,6 %	19,6 %
Marchés émergents	8 %	0-18 %	7,8 %	7,8 %
Total – actions	75 %	60-90 %	75,0 %	75,0 %
		<b>Rendement</b>	<b>Volatilité</b>	
Moyenne sur 40 ans		8,6 %	9,6 %	
Moyenne des 12 derniers mois		7,9 %	9,9 %	

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

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



## Rendement des marchés financiers



**Milos Vukovic, MBA, CFA**

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



**Aaron Ma, MBA, CFA**

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

Au cours du trimestre terminé le 30 novembre 2023, le dollar américain s'est apprécié par rapport au yen et est resté essentiellement stable face au dollar canadien, à la livre sterling et à l'euro. Le billet vert a fluctué pendant la période : il a augmenté à la suite de la hausse marquée du taux des obligations du Trésor, puis a reculé en raison d'une baisse de l'inflation plus importante que prévu et de l'intensification des préoccupations concernant le ralentissement de l'économie et l'aggravation de la situation budgétaire. Le dollar américain s'est apprécié de 1,9 % par rapport au yen, car la Banque du Japon a maintenu son taux directeur proche de zéro et les investisseurs ont continué à se détourner de ce marché au profit de marchés offrant de meilleurs rendements. Le dollar canadien conserve son attrait à long terme, mais l'économie du pays s'est repliée en raison de la baisse de la demande d'énergie et de la réduction des dépenses des ménages sous l'effet de la hausse des taux d'intérêt. Outre-mer, les économies du Royaume-Uni et de l'Europe ont également connu une certaine faiblesse, ce qui a pesé sur leurs monnaies. Toutefois, certains signes indiquent que le pire est peut-être passé en Europe, où l'économie est en proie à des difficultés. Sur un an, le dollar américain a gagné 7,4 % et 0,9 % dans l'ordre par rapport au yen et au huard, mais a reculé de 4,5 % et de 4,4 % respectivement par rapport à la livre sterling et à l'euro.

Les résultats des marchés obligataires mondiaux ont été contrastés en dollars américains au cours du dernier trimestre, les taux des obligations d'État ayant grimpé à des sommets de 15 ans à la fin d'octobre, avant de chuter rapidement à la fin de la période. Le taux des obligations américaines à dix ans a bondi de 91 points de base et est monté jusqu'à 5,02 %. Cette progression s'explique par des données économiques étonnamment solides et une augmentation de la prime de terme, qui représente la rémunération pour la détention d'obligations à longue durée. Les obligations ont connu une reprise à la fin de novembre et le taux des obligations à dix ans est retombé à 4,33 %. En effet, les données indiquant un fléchissement de l'inflation ont alimenté les rumeurs selon lesquelles la Réserve fédérale américaine ne relèverait plus les taux d'intérêt et qu'elle commencerait à les abaisser l'an prochain. L'indice des obligations universelles FTSE Canada a gagné 1,5 %, tandis que l'indice FTSE European Government Bond et l'indice FTSE Japanese Government Bond ont perdu 1,9 % et 2,3 % respectivement. Sur une période de 12 mois, l'indice FTSE World Government Bond a enregistré le meilleur rendement (2,1 %), alors que l'indice FTSE European Government Bond et l'indice FTSE Japanese Government Bond ont subi les pires baisses (-12,1 % et -8,4 %, respectivement).

Les actions mondiales ont été volatiles au cours du trimestre, perdant plus de 10 % par rapport au sommet de l'été, en raison de la montée en flèche des taux obligataires, de l'exacerbation des tensions géopolitiques et des signes d'essoufflement de l'économie. En novembre, les taux obligataires ont rapidement fléchi à la suite d'un recul de l'inflation dépassant les prévisions et de l'augmentation de la probabilité d'un atterrissage en douceur de l'économie. De ce fait, une reprise fulgurante qui a presque totalement effacé les pertes antérieures s'est produite. Les rendements en dollars américains des grands indices boursiers se sont situés dans une fourchette étroite, allant d'une perte de 0,2 % pour l'indice MSCI France à un gain de 1,9 % pour l'indice MSCI Germany. Le mince écart entre les résultats des différents marchés au dernier trimestre pourrait s'expliquer par le fait que les investisseurs en actions se concentrent sur le niveau et l'évolution des taux d'intérêt. Cette préoccupation n'est pas surprenante, étant donné que les taux d'intérêt ont déjà fortement augmenté durant l'année écoulée et qu'ils ont un effet notable sur les bénéfices des entreprises et sur le taux d'actualisation utilisé pour calculer la valeur actualisée des revenus futurs. Sur un an et en dollars américains, l'indice composé S&P/TSX a obtenu le moins bon résultat (1,4 %) et l'indice MSCI Germany a eu le meilleur (17,7 %).

La préférence a été accordée aux actions des grandes sociétés américaines ayant des bilans robustes et dont les dettes sont assorties d'échéances à long terme ; l'indice S&P 500 a gagné 1,7 % au cours du dernier trimestre, dépassant l'indice S&P 600 Small Cap, qui a reculé de 4,1 %. Les investisseurs ont privilégié les actions de croissance au détriment des actions de valeur, car la croissance économique devrait ralentir dans l'année à venir. L'indice Russell 3000 Growth a augmenté de 2,9 %, alors que l'indice Russell 3000 Value s'est déprécié de 0,4 %. Sept des onze secteurs des actions mondiales ont affiché des gains au cours du trimestre. Le secteur de la technologie de l'information, axé sur la croissance, a enregistré le meilleur progrès (5,0 %), tandis que le secteur défensif de la consommation de base s'est classé dernier avec une perte de 2,5 %. Ce rendement sectoriel relatif est conforme aux prévisions générales d'une économie en perte de vitesse, mais qui évitera la récession l'année prochaine. Sur 12 mois, le meilleur résultat est venu du secteur de la technologie de l'information (35,2 %), et le pire, des services publics (-2,4 %).



**Taux de change**

Périodes terminées le 30 novembre 2023

	USD courant	3 mois (%)	Cumul ann. (%)	1 an (%)	3 ans (%)	5 ans (%)
USD-CAD	1,3570	0,43	0,22	0,88	1,47	0,42
USD-EUR	0,9187	(0,38)	(1,66)	(4,40)	3,10	0,79
USD-GBP	0,7921	0,34	(4,24)	(4,53)	1,83	0,19
USD-JPY	148,2600	1,90	12,97	7,36	12,40	5,49

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

**Marchés canadiens des titres à revenu fixe**

Périodes terminées le 30 novembre 2023

	USD					CAD		
	3 mois (%)	Cumul ann. (%)	1 an (%)	3 ans (%)	5 ans (%)	3 mois (%)	1 an (%)	3 ans (%)
<i>Marchés des titres à revenu fixe : rendement global</i>								
Indice des oblig. universelles FTSE Canada RG	1,51	2,93	0,57	(5,17)	0,46	1,94	1,45	(3,77)

**Marchés américains des titres à revenu fixe**

Périodes terminées le 30 novembre 2023

	USD					CAD		
	3 mois (%)	Cumul ann. (%)	1 an (%)	3 ans (%)	5 ans (%)	3 mois (%)	1 an (%)	3 ans (%)
<i>Marchés des titres à revenu fixe : rendement global</i>								
FTSE US RG	0,27	1,69	1,14	(4,57)	0,72	0,70	2,03	(3,16)
Ind. glob. RT obl. amér. BbgBarc <sup>1</sup>	0,26	1,64	1,18	(4,47)	0,71	0,69	2,07	(3,07)

**Marchés mondiaux des titres à revenu fixe**

Périodes terminées le 30 novembre 2023

	USD					CAD		
	3 mois (%)	Cumul ann. (%)	1 an (%)	3 ans (%)	5 ans (%)	3 mois (%)	1 an (%)	3 ans (%)
<i>Marchés des titres à revenu fixe : rendement global</i>								
FTSE IMOG RG	0,65	2,15	2,07	(6,76)	(0,91)	1,08	2,97	(5,39)
FTSE Europe RG	(1,92)	(10,81)	(12,12)	(14,76)	(5,79)	(1,51)	(10,02)	(14,52)
FTSE Japon RG	(2,27)	(11,54)	(8,44)	(13,76)	(6,59)	(1,85)	(7,64)	(13,55)

**Marchés canadiens des actions**

Périodes terminées le 30 novembre 2023

	USD					CAD		
	3 mois (%)	Cumul ann. (%)	1 an (%)	3 ans (%)	5 ans (%)	3 mois (%)	1 an (%)	3 ans (%)
<i>Marchés des actions : rendement global</i>								
S&P/TSX composé	0,14	7,31	1,39	7,24	8,77	0,56	2,28	8,82
S&P/TSX 60	0,75	7,45	0,99	7,85	9,00	1,18	1,88	9,44
S&P/TSX petites capitalisations	(3,63)	0,78	(1,72)	3,72	6,36	(3,22)	(0,86)	5,24

**Marchés américains des actions**

Périodes terminées le 30 novembre 2023

	USD					CAD		
	3 mois (%)	Cumul ann. (%)	1 an (%)	3 ans (%)	5 ans (%)	3 mois (%)	1 an (%)	3 ans (%)
<i>Marchés des actions : rendement global</i>								
S&P 500 RG	1,74	20,80	13,84	9,76	12,51	2,18	14,84	11,37
S&P 400 RG	(2,68)	7,10	1,17	7,36	8,12	(2,27)	2,00	8,92
S&P 600 RG	(4,06)	2,89	(4,02)	5,85	5,63	(3,65)	(3,18)	5,61
Indice de valeur Russell 3000 RG	(0,40)	5,41	1,00	8,17	7,34	0,02	1,83	9,75
Indice de croissance Russell 3000 RG	2,91	34,78	24,56	8,12	15,59	3,35	25,59	9,69
Indice NASDAQ composé RG	1,57	37,00	25,13	6,08	15,17	2,00	26,22	7,64

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

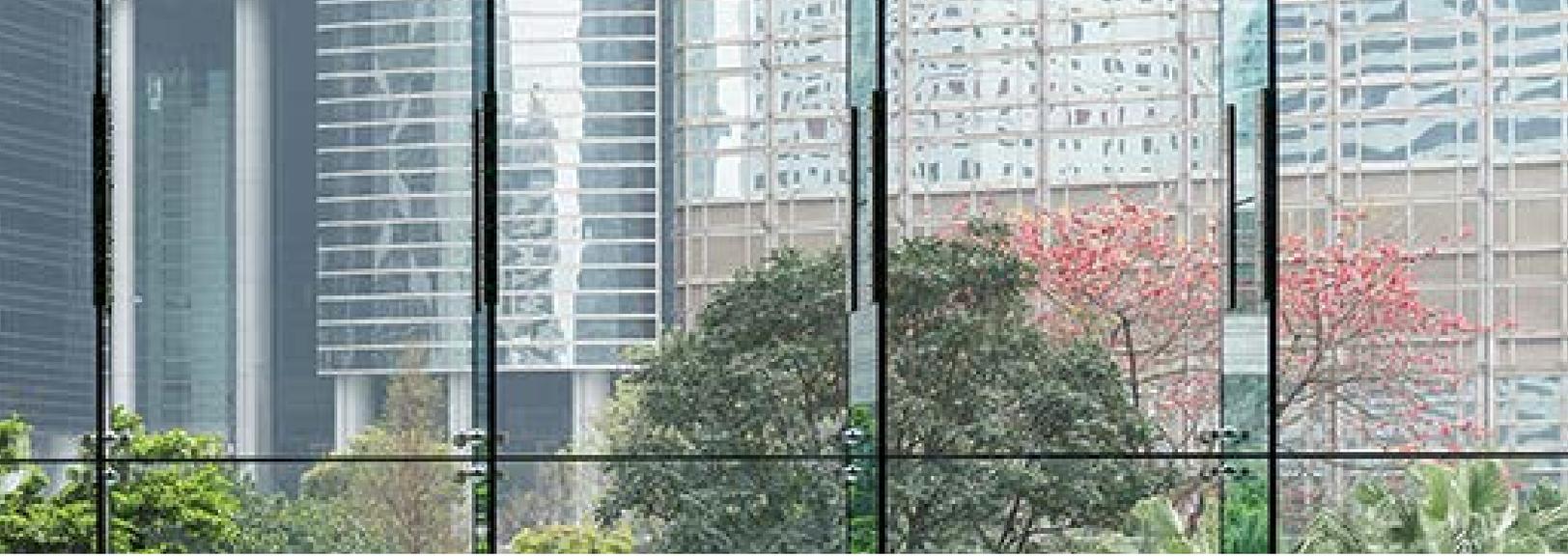
**Marchés mondiaux des actions**  
Périodes terminées le 30 novembre 2023

	USD					CAD		
	3 mois (%)	Cumul ann. (%)	1 an (%)	3 ans (%)	5 ans (%)	3 mois (%)	1 an (%)	3 ans (%)
<i>Marchés des actions : rendement global</i>								
MSCI Monde RG*	1,62	17,99	12,98	7,04	9,97	1,84	13,00	8,67
MSCI EAEO RG*	1,27	12,27	12,36	3,80	5,99	1,49	12,38	5,38
MSCI Europe RG*	1,56	14,19	14,20	5,70	7,01	1,78	14,21	7,31
MSCI Pacifique RG*	0,69	8,86	9,21	0,50	4,23	0,90	9,23	2,03
MSCI R.-U. RG*	1,39	9,16	8,73	9,09	5,12	1,60	8,74	10,74
MSCI France RG*	(0,17)	16,01	15,81	7,31	8,45	0,04	15,83	8,94
MSCI Allemagne RG*	1,88	17,79	17,74	0,72	4,11	2,10	17,75	2,25
MSCI Japon RG*	1,49	15,29	15,59	0,59	4,55	1,71	15,61	2,11
MSCI Marchés émergents RG*	1,09	5,70	4,21	(4,04)	2,34	1,31	4,22	(2,58)

**Secteurs d'actions mondiaux**  
Périodes terminées le 30 novembre 2023

	USD					CAD		
	3 mois (%)	Cumul ann. (%)	1 an (%)	3 ans (%)	5 ans (%)	3 mois (%)	1 an (%)	3 ans (%)
<i>Secteur : rendement global</i>								
Énergie RG*	(1,47)	2,58	(0,96)	29,58	7,68	(1,26)	(0,95)	31,55
Matières RG*	1,29	7,36	4,55	5,67	9,61	1,51	4,56	7,27
Produits industriels RG*	0,42	14,49	12,16	5,87	8,65	0,63	12,17	7,48
Consommation discrétionnaire RG*	(0,23)	28,24	17,25	2,06	10,15	(0,01)	17,26	3,62
Consommation de base RG*	(2,53)	(0,37)	(2,03)	2,74	5,47	(2,32)	(2,02)	4,30
Soins de santé RG*	(1,91)	(0,64)	(1,82)	5,09	7,69	(1,70)	(1,80)	6,69
Services financiers RG*	4,60	9,66	6,88	9,83	6,90	4,82	6,89	11,50
Technologies de l'information RG*	5,03	46,98	35,20	11,78	20,84	5,26	35,22	13,47
Services de communications RG*	2,58	38,94	30,09	1,29	7,87	2,80	30,11	2,83
Services publics RG*	1,32	(2,61)	(2,45)	1,29	5,06	1,54	(2,44)	2,83
Immobilier RG*	0,78	1,13	(2,19)	(0,13)	1,51	0,99	(2,18)	1,39

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



# Perspectives économiques

## Faiblesse économique à venir



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

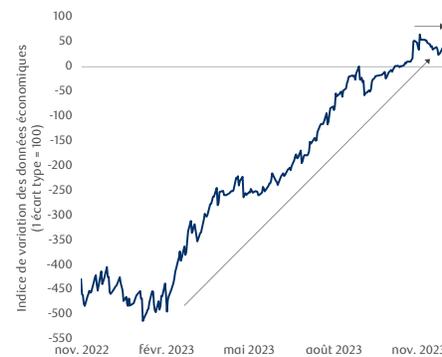
Les arguments laissant entrevoir une période de faiblesse économique n'ont pas changé. Malgré leur récent recul, les taux d'intérêt sont nettement supérieurs à leurs niveaux d'il y a plusieurs années (figure 1). La hausse des taux entrave l'économie avec un retard considérable, ce qui signifie que les difficultés économiques devraient continuer de s'intensifier. Le cycle économique tire à sa fin, la croissance économique ralentit (figure 2) et divers indicateurs de récession envoient des signaux d'alarme. Nous prévoyons donc une légère récession au cours des prochains trimestres (figure 3), bien qu'un atterrissage en douceur reste possible.

**Figure 1 : Les taux des obligations américaines ont grimpé en flèche, mais commencent à décliner à l'approche de la fin des hausses de taux d'intérêt**



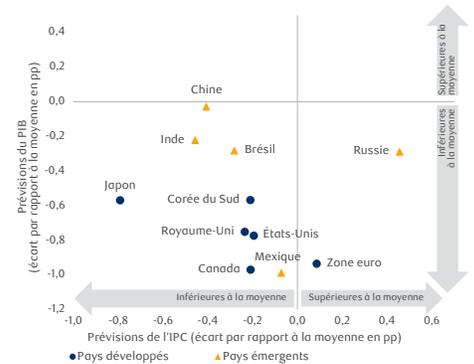
Nota : Au 30 novembre 2023. Les zones ombrées représentent une récession. Sources : Trésor américain, Macrobond, RBC GMA

**Figure 2 : Les données économiques américaines ont commencé à fléchir**



Nota : Au 30 novembre 2023. Sources : Citigroup, Bloomberg, RBC GMA

**Figure 3 : Prévisions de RBC GMA c. prévisions générales pour 2024**



Nota : L'écart correspond à la différence entre les prévisions de RBC GMA (3 novembre 2023) et les prévisions générales (novembre 2023). Sources : Consensus Economics, RBC GMA

Nos prévisions d’inflation laissent entrevoir une nouvelle baisse à des niveaux en deçà des prévisions générales, en partie parce que les catalyseurs initiaux d’une inflation élevée se sont inversés et en partie en raison du ralentissement prévu de l’économie.

Cette combinaison d’augmentation des taux obligataires et d’une récession prévue justifie d’investir davantage dans les obligations et moins dans les actions que d’habitude au cours de la dernière décennie. L’avènement d’une faiblesse économique devrait être l’occasion de revenir aux actions et aux autres actifs risqués qui seront alors bon marché.

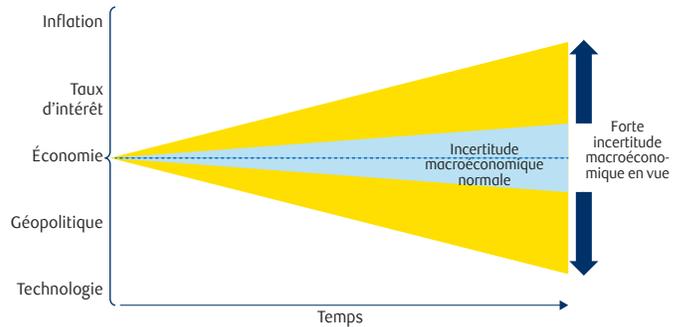
Cela dit, la période actuelle est marquée par une incertitude supérieure à la normale quant à l’avenir (figure 4). Bien que le scénario de base susmentionné représente le scénario le plus probable, il existe d’autres possibilités. Un scénario négatif serait que l’inflation reste élevée, ce qui nécessiterait de nouvelles hausses de taux. Il en résulterait vraisemblablement une récession profonde et des rendements inférieurs tant pour les actions que pour les obligations. À l’inverse, si l’économie demeure résiliente et que l’inflation diminue plus rapidement que prévu, ce qui est de plus en plus probable, les banques centrales pourraient être en mesure d’abaisser considérablement les taux d’intérêt, ce qui déclencherait une période de croissance robuste et un redressement des marchés boursiers et obligataires.

### Les difficultés économiques ont été résolues

Perdus dans la cacophonie des événements liés à l’économie, un certain nombre d’obstacles imposants qui menaçaient la croissance à divers moments au cours des dernières années ont fortement diminué. L’inflation élevée ne mine plus l’économie comme c’était le cas il y a 18 mois. La guerre en Ukraine se poursuit, mais le choc énergétique qui en résulte s’est considérablement estompé. Les problèmes des chaînes logistiques ont été en grande partie résolus. La Chine n’est plus confinée. Les banques régionales américaines ne sont plus aux prises avec les mêmes difficultés qu’au printemps dernier.

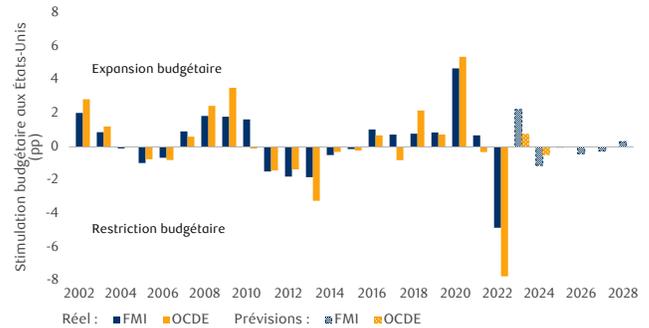
En grande partie grâce à la résolution de ces problèmes, la plupart des économies des pays développés ont été en mesure d’éviter une contraction largement redoutée de l’économie en 2023. En toute franchise, la croissance qui en a résulté n’avait rien d’exceptionnel dans de nombreux pays, n’enregistrant que de faibles gains ou faisant du surplace au cours de la dernière année. Mais le fait demeure qu’une véritable récession a été évitée. L’économie américaine a fait

**Figure 4 : L’incertitude macroéconomique demeure relativement élevée**



Nota : Au 21 septembre 2023. Source : RBC GMA

**Figure 5 : Politique budgétaire des États-Unis : un frein à la croissance en 2024 ?**



Nota : La stimulation budgétaire est définie comme la variation du solde structurel des administrations publiques exprimée en pourcentage du PIB potentiel de l’année précédente, multipliée par moins un. Sources : Perspectives de l’économie mondiale du FMI (octobre 2023), Perspectives économiques mondiales de l’OCDE (juin 2023), Macrobond, RBC GMA

figure d’exception, progressant fortement grâce à des mesures de relance budgétaire plus importantes que prévu et à des dépenses de consommation qui n’ont pas diminué.

### Un vent de changement souffle

Cela nous amène à la situation présente. Malheureusement, même si les obstacles susmentionnés sont chose du passé, le tableau macroéconomique pour le premier semestre de 2024 n’est pas encourageant.

Aux États-Unis, les ménages ont déjà dépensé une grande partie de l’épargne accumulée lors de la pandémie, réduisant ainsi la marge de manœuvre pour la résilience des dépenses futures. Dans le même temps, les importantes mesures de

relance budgétaire observées en 2023 pourraient avoir un effet négatif en 2024 (figure 5).

D'un point de vue mondial, les événements géopolitiques sont éprouvants et la probabilité d'une détérioration accrue de l'ordre mondial est plus grande que celle d'une amélioration. Pour le moment, la guerre en Ukraine et le conflit au Moyen-Orient ne plombent pas sensiblement l'économie mondiale, mais il y a un risque qu'ils s'intensifient et deviennent problématiques pour l'économie. Les frictions actuelles entre les États-Unis et la Chine provoquent déjà un léger ralentissement, et les échanges commerciaux font l'objet d'une reconfiguration.

### Le ralentissement causé par les taux d'intérêt s'accroît

Les taux d'intérêt représentent toutefois le principal enjeu qui nous guette à l'échelle mondiale, car ils demeurent très élevés selon les normes modernes. Ils ont récemment atteint leur plus haut niveau en 16 ans.

Cette augmentation des taux d'intérêt est imputable à plusieurs facteurs. Les banques centrales représentent le principal facteur, ayant relevé leurs taux directeurs pour juguler l'inflation et calmer l'effervescence des économies. Cela dit, les taux élevés témoignent aussi d'une inflation toujours forte et présentent une prime de risque reflétant

d'énormes déficits budgétaires qui doivent être financés, la transition des banques centrales qui, après avoir acheté des obligations, doivent s'en défaire, et la concurrence accrue provenant de la hausse des taux dans des marchés qui offraient auparavant de faibles rendements, comme le Japon et la zone euro (figure 6).

L'augmentation des taux d'intérêt a nui à l'économie de diverses façons. De toute évidence, elle fait grimper le coût du service de la dette, mais elle décourage le genre d'investissements importants des entreprises et de dépenses de consommation qui recourent traditionnellement au financement par emprunt. L'incidence de la hausse des taux se manifeste aussi par la réduction de la quantité de prêts disponibles en raison du resserrement des normes de crédit. C'est assurément ce qui se produit, même si le rythme du resserrement a récemment ralenti (figure 7).

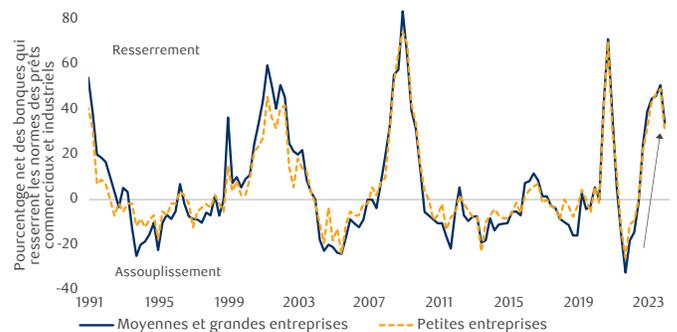
En théorie, l'économie américaine est moins sensible que celle des autres pays aux taux d'intérêt, en raison de l'endettement peu élevé des ménages et de la longue durée des prêts hypothécaires. Cet avantage est toutefois en partie annulé par le resserrement marqué des normes de crédit dans ce pays – une évolution sans doute logique étant donné que les établissements financiers qui ont accordé ces prêts à long terme bon marché aux États-Unis souffrent maintenant

**Figure 6 : Ajustement de la politique de contrôle de la courbe des taux du Japon face à la hausse de l'inflation**



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

**Figure 7 : Les conditions de crédit aux entreprises se sont resserrées aux États-Unis**



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

d'une réduction particulièrement marquée de leurs bénéfices (figure 8).

Compte tenu de l'augmentation du coût du service de la dette, des tensions apparaissent dans certains segments, y compris sur le marché américain des cartes de crédit (figure 9).

La hausse des taux d'intérêt a des répercussions sur l'économie, avec un décalage considérable. Il faut du temps pour réinitialiser des prêts à des taux plus élevés, et les acteurs économiques ne modifient pas immédiatement leur comportement en matière de dépenses. Dans le passé, le décalage moyen entre la première hausse de taux d'un cycle de resserrement aux États-Unis et le début d'une récession a

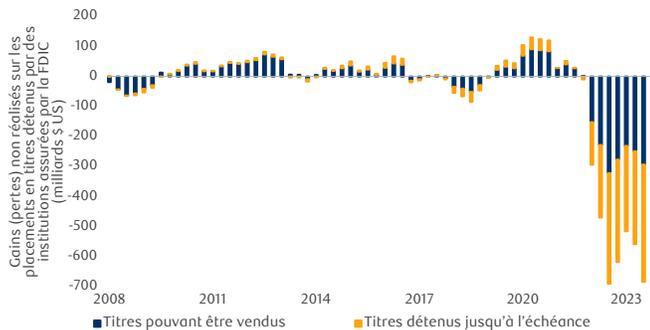
été de 27 mois. Par conséquent, l'économie restera vulnérable à une faiblesse imputable aux taux d'intérêt pendant la plus grande partie de 2024.

### Détérioration des données économiques

De toute évidence, les données économiques se dégradent actuellement. Le commerce international se contracte à un rythme qui correspond à l'imminence d'une récession (figure 10).

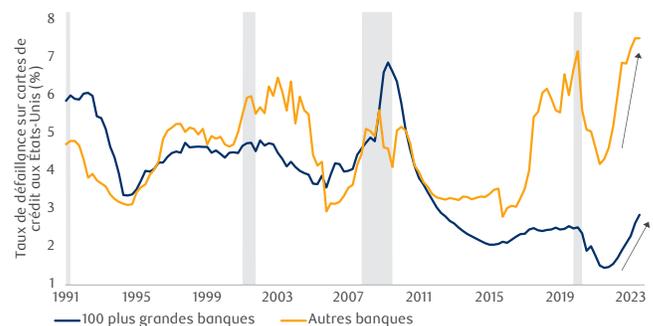
La faiblesse est plus évidente à l'extérieur des États-Unis (figure 11), mais elle commence aussi à se manifester dans ce pays, où les attentes des entreprises sont nettement

**Figure 8 : Les placements des banques américaines se sont fortement dépréciés**



Nota : Au troisième trimestre de 2023. Sources : FDIC, Macrobond, RBC GMA

**Figure 9 : Forte hausse des taux de défaillance sur cartes de crédit**



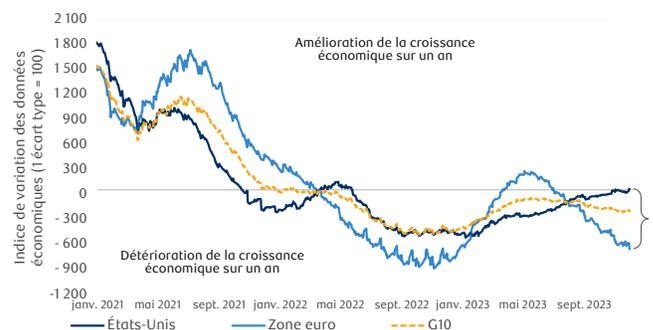
Nota : Au troisième trimestre de 2023. Les zones ombrées représentent une récession. Sources : Federal Reserve Board, Macrobond, RBC GMA

**Figure 10 : Le commerce international se contracte**



Nota : En date de sept. 2023. La zone ombrée représente une récession aux États-Unis. Sources : CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, Macrobond, RBC GMA

**Figure 11 : Croissance économique divergente dans la zone euro et aux États-Unis**



Nota : Au 30 novembre 2023. Sources : Citigroup, Bloomberg, RBC GMA

modérées (figure 12). Les dépenses de consommation ont représenté un élément positif de l'économie pendant plusieurs années, mais la croissance des dépenses corrigée de l'inflation ralentit visiblement, les taux de défaillance sur cartes de crédit sont en hausse et le remboursement des prêts étudiants a récemment repris après une pause pendant la pandémie.

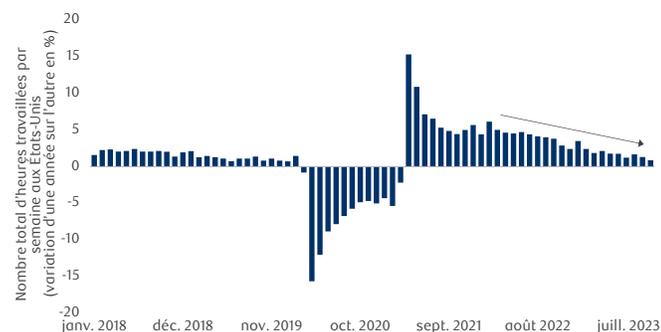
Le marché du logement a fluctué : après s'être affaibli en 2022, il s'est redressé au début de 2023, avant de ralentir à nouveau (figure 13). C'est logique, compte tenu de la sensibilité du secteur aux taux d'intérêt. Nous prévoyons une

**Figure 12 : Les attentes des entreprises américaines restent modestes**



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

**Figure 14 : La croissance du nombre d'heures travaillées aux États-Unis a considérablement ralenti**

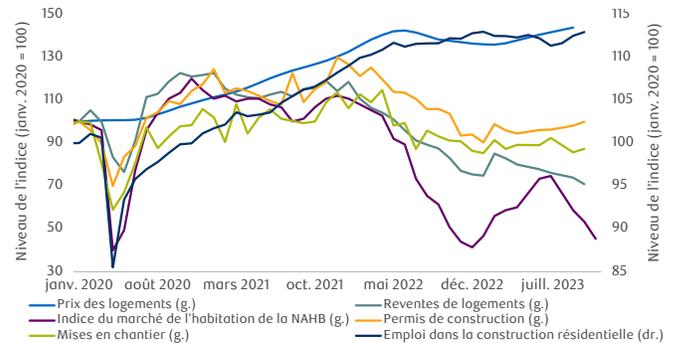


Nota : En date d'oct. 2023. Nombre total d'heures travaillées par semaine par l'ensemble du personnel des entreprises privées non agricoles. Sources : BLS, Macrobond, RBC GMA

longue période de baisse des prix des logements, compte tenu de la piètre accessibilité à la propriété et des taux hypothécaires élevés.

Le marché du travail s'est globalement montré plus résilient, mais il change aussi de direction. Ainsi, le taux d'embauche a ralenti (figure 14). Certains indicateurs secondaires qui ont historiquement laissé entrevoir un ralentissement accru se sont aussi manifestés, notamment une baisse de l'emploi temporaire (figure 15) et une hausse du taux de chômage (figure 16).

**Figure 13 : Les données sur le marché américain du logement montrent des signes de ralentissement**



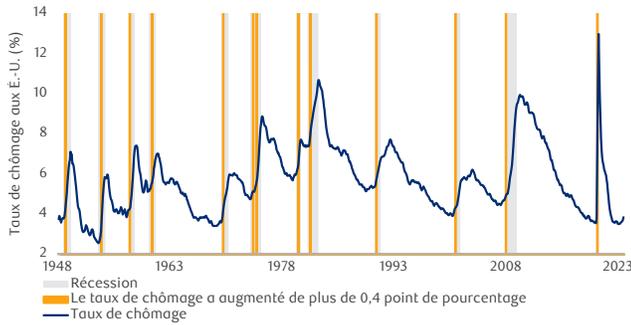
Nota : Indice des prix des logements Case-Shiller S&P CoreLogic en date de septembre 2023 ; permis de construction, emploi, mises en chantier et ventes de logements en date d'octobre 2023 ; indice du marché de l'habitation de la NAHB en date de novembre 2023. Sources : BLS, Census Bureau, NAHB, NAR,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

**Figure 15 : La baisse du travail temporaire aux États-Unis précède habituellement la récession**



Nota : En date d'oct. 2023. Les zones ombrées représentent une récession. Sources : BLS, Macrobond, RBC GMA

**Figure 16 : Peu de possibilités de ralentir l'économie sans déclencher une récession**



Nota : En date d'oct. 2023. Moyenne mobile de 3 mois du taux de chômage.  
Sources : Bureau of Labor Statistics, NBER, Macrobond, RBC GMA

### Prévision de récession

Nous continuons de prévoir une récession qui se produira au cours du premier semestre de 2024. Ce point de vue s'appuie sur six éléments :

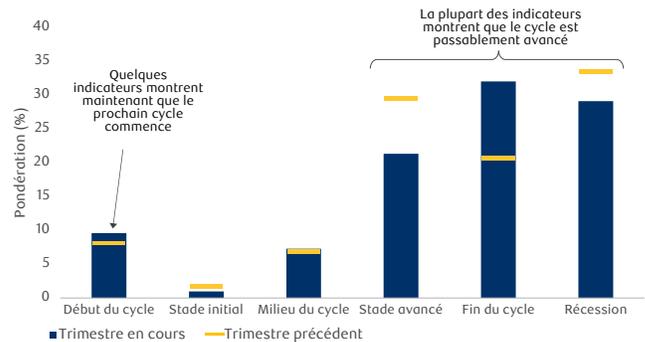
- La hausse des taux d'intérêt a été suffisante pour déclencher une récession.
- Les données économiques commencent à se dégrader d'une façon qui laisse entrevoir un ralentissement plus prononcé.
- Notre feuille de pointage sur le risque de récession continue de faire ressortir une probabilité élevée de récession, car divers signes annonciateurs d'une récession sonnent l'alarme (figure 17).
- Notre modèle de cycle économique indique que celui-ci tire à sa fin, et que l'économie est donc vulnérable à un ralentissement (figure 18).

**Figure 17 : Les signes de récession indiquent surtout « oui » ou « peut-être » : nous estimons à 70 % la probabilité d'une récession au cours de la prochaine année**

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

Nota : Au 29 octobre 2023. Analyse de l'état de l'économie aux États-Unis.  
Source : RBC GMA

**Figure 18 : Feuille de pointage du cycle de l'économie américaine**



Nota : Au 3 novembre 2023. Calcul effectué à l'aide de la technique de la feuille de pointage par RBC GMA. Source : RBC GMA



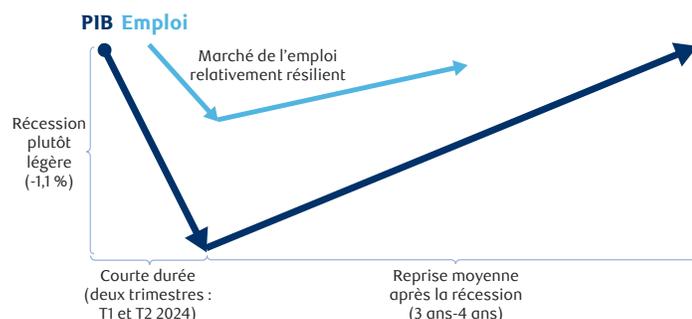
- Les économies fonctionnent un peu au-delà de leur niveau de production durable (figure 19), ce qui signifie qu'une période d'activité au ralenti est nécessaire pour calmer leur effervescence.
- Les banques centrales s'emploient à ramener l'inflation à son niveau d'avant la pandémie, et l'atteinte de cet objectif exigera probablement une période de ralentissement économique pour freiner la croissance des salaires et réduire la capacité des entreprises à augmenter les prix.

Nous estimons donc à 70 % la probabilité d'une récession aux États-Unis au cours de la prochaine année. Cette probabilité est légèrement plus élevée au Canada, au Royaume-Uni et dans la zone euro. Néanmoins, toute éventuelle récession est susceptible d'être raisonnablement modérée et relativement courte, et le nombre des suppressions d'emplois sera moins élevé que la normale (figure 20). Malgré tout, on peut s'attendre à ce qu'une récession cause des dommages bien réels aux entreprises et aux ménages, et qu'elle se répercute aussi sur les marchés financiers. La probabilité d'un atterrissage en douceur est de 30 %.

### Des prévisions inférieures à la moyenne

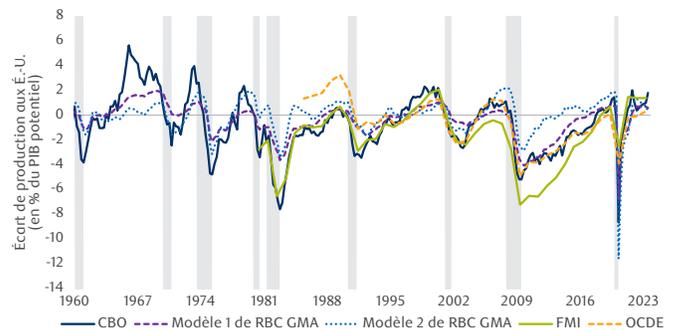
Conformément à notre opinion selon laquelle une récession est probable, nos prévisions économiques sont largement inférieures aux prévisions générales pour 2024 et plus faibles que celles présentées le trimestre dernier (figure 21).

Figure 20 : Hypothèses relatives aux scénarios de récession légère et courte



Nota : Au 23 novembre 2023. Source : RBC GMA

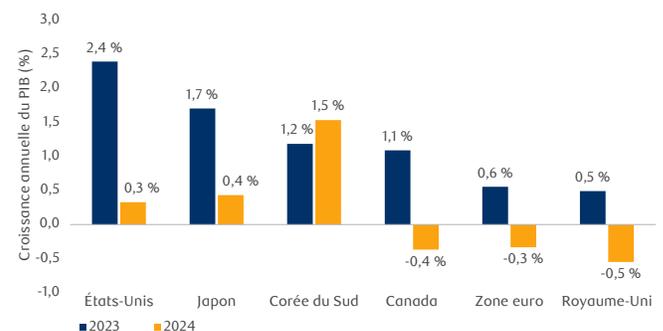
Figure 19 : L'économie américaine tourne au-dessus de sa capacité



Nota : Données du Congressional Budget Office (CBO) et estimations des modèles 1 et 2 de RBC GMA en date du troisième trimestre de 2023, estimations du FMI en date d'octobre 2023, estimations de l'OCDE en date de juin 2023. Les estimations du modèle 1 de RBC GMA sont fondées sur le taux de chômage naturel du CBO, et celles du modèle 2 de RBC GMA, sur les tendances de filtre HP. Les zones ombrées représentent une récession. Sources : Macrobond, RBC GMA

« L'inflation a fortement diminué depuis qu'elle a atteint son niveau le plus élevé depuis plusieurs décennies, au milieu de 2022. »

Figure 21 : Croissance du PIB des pays développés prévue par RBC GMA



Nota : Au 3 novembre 2023. Source : RBC GMA

Nos prévisions de croissance des marchés émergents en 2024 sont aussi inférieures à la moyenne, même si la Chine pourrait se rapprocher davantage des attentes que la plupart des autres pays (figure 22).

Si les risques géopolitiques représentent un risque baissier important, la possibilité d'une croissance plus rapide de la productivité attribuable aux innovations technologiques récentes en intelligence artificielle pose un risque de hausse clé.

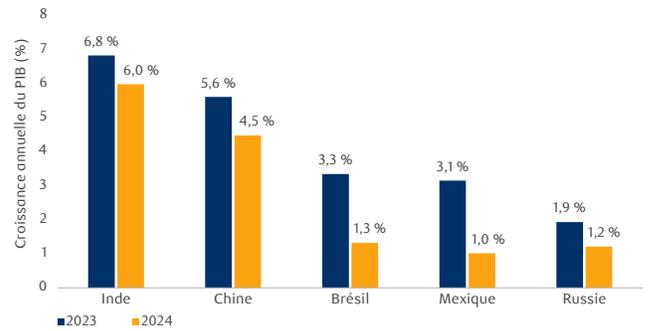
### L'inflation diminuera encore

L'inflation a fortement diminué depuis qu'elle a atteint son niveau le plus élevé depuis plusieurs décennies, au milieu de 2022 (figure 23). À la fin de l'été 2023, la hausse des prix s'est remise à accélérer, ce qui a suscité des craintes, mais elle était uniquement attribuable à une brève poussée du prix du pétrole. La tendance s'est depuis inversée (figure 24). L'inflation a donc repris sa tendance baissière.

Nous sommes d'avis que l'inflation pourrait encore ralentir. Les quatre principaux facteurs de la montée en flèche de l'inflation se sont inversés de façon marquée. Le choc des marchandises s'est estompé, les problèmes liés aux chaînes logistiques se sont atténués, les banques centrales sont passées des mesures de relance à une politique restrictive, et les mesures de relance budgétaire sont sensiblement réduites. Nos modèles liés aux prévisions « immédiates » laissent aussi entrevoir une amélioration à court terme.



**Figure 22 : Croissance du PIB des pays émergents prévue par RBC GMA**



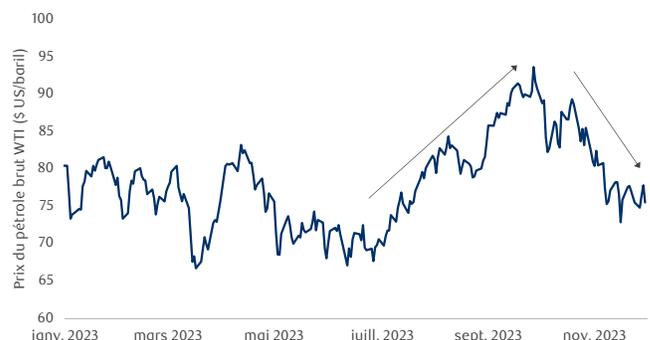
Nota : Au 3 novembre 2023. Source : RBC GMA

**Figure 23 : L'inflation mondiale a diminué, mais elle demeure élevée**



Nota : En date d'oct. 2023. Sources : Haver Analytics, Macrobond, RBC GMA

**Figure 24 : Après avoir augmenté, les prix du pétrole brut sont maintenant en baisse**



Nota : Au 30 novembre 2023. Sources : Macrobond, RBC GMA

Puisque les décideurs ont cessé d'imprimer de l'argent et ont commencé à réduire leurs dépenses, la formidable croissance de la masse monétaire s'est inversée et cette dernière diminue désormais (figure 25). Un recul de la croissance de la masse monétaire est assez inhabituel et devrait faire fléchir l'inflation.

Au plus fort de la tempête, l'inflation élevée était un phénomène généralisé : elle ne s'expliquait pas du fait qu'une seule chose devenait plus chère, mais que la plus grande partie du panier des dépenses augmentait à un rythme inhabituel. Cette ampleur s'estompe rapidement, un autre signe indiquant que l'inflation commence à diminuer (figure 26). Aux États-Unis, la part du panier des prix augmentant de 10 % ou plus par année s'est effondrée,

passant d'environ un tiers à seulement 1 % ces jours-ci. Il est probable que la croissance des salaires puisse aussi ralentir, compte tenu du fléchissement du marché du travail.

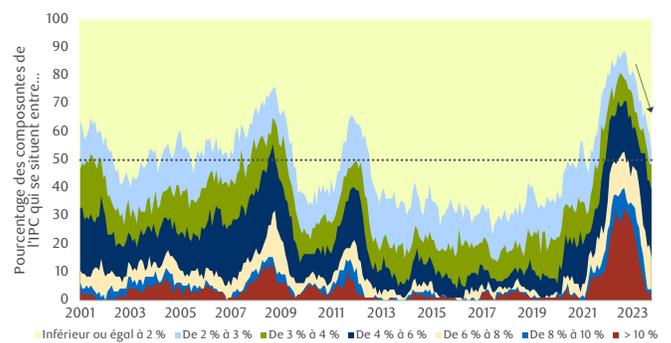
L'inflation des biens a déjà disparu, mais celle du secteur des services reste élevée (figure 27). Heureusement, cette dernière est manifestement en train de décélérer, et un ralentissement de l'économie devrait contribuer à la maîtriser davantage. Les coûts du logement, qui demeurent le plus important facteur d'inflation à ce stade (figure 28), pourraient baisser, en partie en raison de nos piètres prévisions concernant les prix des maisons et en partie parce que la composante logement de l'IPC est à la traîne d'une façon qui devrait tenir compte de la faiblesse antérieure au cours des prochains mois.

**Figure 25 : La masse monétaire des États-Unis a fortement diminué et l'inflation a sensiblement baissé**



Nota : En date d'oct. 2023. Le pourcentage de variation d'une année sur l'autre de M2 a une avance de 16 mois. La zone ombrée représente une récession aux États-Unis. Sources : Macrobond, RBC GMA

**Figure 26 : L'inflation élevée est de moins en moins généralisée aux États-Unis**



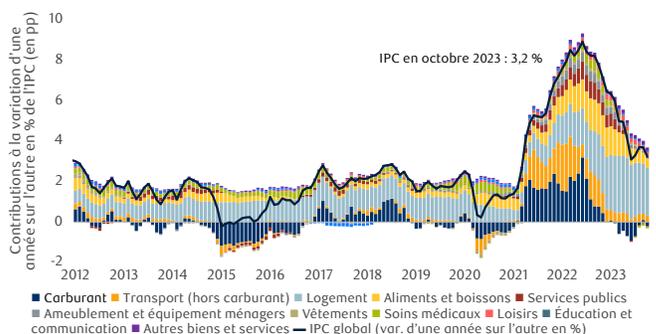
Nota : En date d'oct. 2023. Part des composantes de l'IPC dont la variation d'une année sur l'autre en % correspond aux fourchettes indiquées. Sources : Haver Analytics, RBC GMA

**Figure 27 : L'inflation des biens a fortement diminué aux États-Unis et l'inflation des services recule aussi**



Nota : En date d'oct. 2023. Les zones ombrées représentent une récession. Sources : BLS, Macrobond, RBC GMA

**Figure 28 : Le logement est maintenant le plus grand moteur de l'inflation aux États-Unis**



Nota : En date d'oct. 2023. Sources : BLS des É.-U., Macrobond, RBC GMA

En résumé, l'inflation pourrait diminuer davantage et s'établir légèrement en deçà des prévisions générales (figure 29). Cependant, nous ne prévoyons pas un retour de l'inflation à un niveau tout à fait normal au cours de la prochaine année, car nous supposons que le choc causé par la flambée de l'inflation a créé suffisamment de dommages pour ralentir sa tendance baissière.

### Les taux des banques centrales culminent

Après le relèvement rapide et exceptionnellement prononcé des taux directeurs causé par le choc inflationniste (figure 30), la plupart des banques centrales des pays développés ont stabilisé leurs taux à un niveau élevé de l'ordre de 5 % (figure 31). Le Japon fait exception, puisqu'il a amorcé son resserrement monétaire plus tard que les autres pays et qu'il devrait poursuivre ce resserrement l'an prochain.

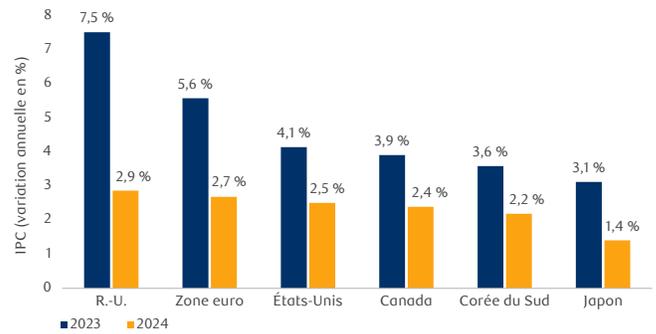
Conformément au thème de forte incertitude, il existe plusieurs stratégies que les banques centrales pourraient mettre en place. Il n'est pas impossible que de nouvelles hausses de taux soient décrétées si l'économie restait vigoureuse ou si l'inflation devait rester supérieure à 3 % ou plus.

Malgré tout, la probabilité d'un abaissement des taux en 2024 s'accroît, peut-être dans un avenir rapproché, et le rythme des baisses de taux pourrait s'accélérer. La Réserve fédérale (Fed) a clairement indiqué qu'elle prévoit maintenant réduire les taux au cours des prochains trimestres. Les taux directeurs actuels se situent en territoire résolument restrictif, une orientation qui pourrait cesser d'être appropriée si l'économie tombe en récession ou que l'inflation continue de diminuer. Les banques centrales des pays émergents font souvent figure d'indicateur avancé, et bon nombre d'entre elles ont déjà amorcé l'abaissement des taux.

### Des problèmes budgétaires nous attendent

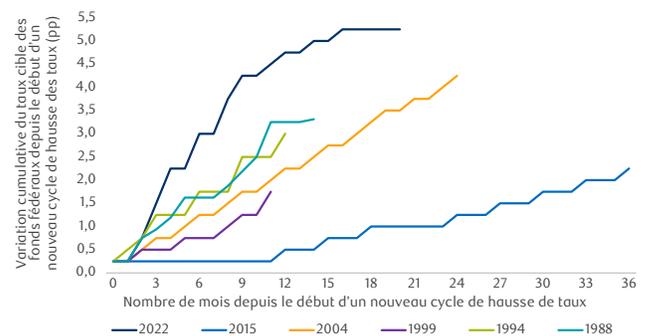
Actuellement, les investisseurs se concentrent sur des questions macroéconomiques telles que la possibilité d'une récession, le niveau auquel l'inflation va se stabiliser et ce qui constitue un taux d'intérêt normal. À mesure que ces questions seront résolues au cours de la prochaine année, il est fort probable qu'au moins une part de cette attention portera sur des questions budgétaires.

Figure 29 : Croissance de l'IPC dans les pays développés prévue par RBC GMA



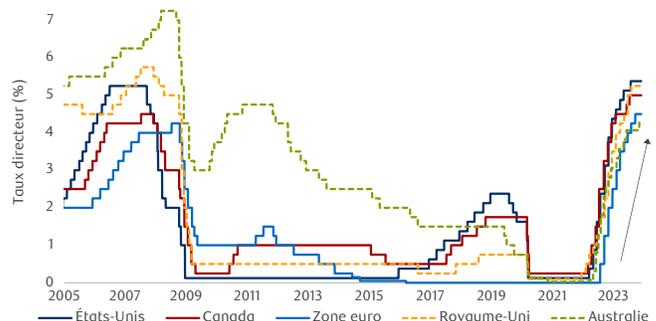
Nota : Au 3 novembre 2023. Source : RBC GMA

Figure 30 : Le cycle de resserrement en cours est le plus énergique depuis des décennies aux États-Unis



Nota : En date de novembre 2023. Sources : Federal Reserve Board, Macrobond, RBC GMA

Figure 31 : Les banques centrales ont relevé les taux directeurs pour lutter contre l'inflation



Nota : Au 30 novembre 2023. Sources : Haver Analytics, RBC GMA

Malheureusement, de nombreux pays sont aux prises avec d'énormes déficits budgétaires à un moment où l'équilibre budgétaire, voire les excédents, seraient la norme dans le contexte de faibles taux de chômage et d'écart de production positifs (figure 32).

Le marché obligataire devient de moins en moins indulgent face à de tels excès, les coûts du service de la dette grimpent et les gouvernements ont du mal à réduire leurs dépenses en raison du vieillissement démographique, des pressions pour accroître les dépenses de défense en période de turbulences géopolitiques, des efforts d'atténuation des changements climatiques et des politiques industrielles coûteuses.

Ce qu'il faut retenir ici, c'est que les pays les plus dépensiers seront probablement confrontés à de plus grands obstacles économiques au cours des cinq à dix prochaines années, en partie parce que le marché obligataire leur imposera des coûts d'emprunt plus élevés, et en partie parce qu'ils seront contraints d'adopter des mesures d'austérité budgétaire pour redresser le navire.

Passant des budgets au sujet connexe des politiques, l'année 2023 a été l'une des plus calmes depuis des décennies en ce qui concerne les élections nationales, alors que 2024 devrait être la plus occupée de l'histoire moderne. Parmi les élections à venir, signalons la course à la présidence des États-Unis, qui menace d'être une répétition de l'affrontement de 2020 entre MM. Biden et Trump, avec des enjeux tout aussi élevés. D'importantes élections auront lieu aussi au

Royaume-Uni, en Inde, en Afrique du Sud, en Corée du Sud, en Russie, en Indonésie et à Taïwan au cours de la prochaine année.

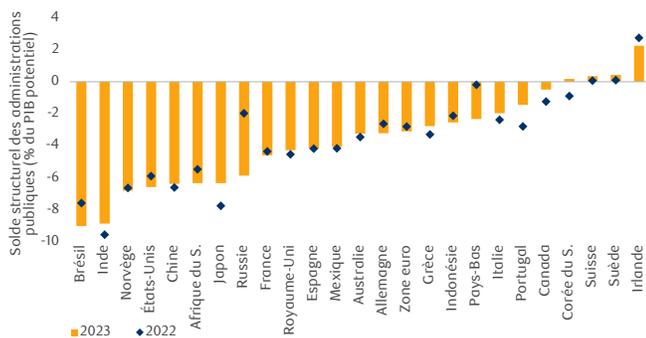
### Reprise modeste de la Chine

La Chine revêt une grande importance pour l'économie mondiale, puisqu'elle génère près du quart de la croissance globale pour une année moyenne. Cette importance pourrait se révéler particulièrement cruciale en 2024, dans la mesure où le pays semble en mesure de poursuivre sa modeste reprise post-confinement alors que d'autres économies éprouvent des difficultés.

Après avoir fléchi cet été, les données sur l'économie chinoise ont rebondi modérément à l'automne, les surprises économiques s'étant accentuées (figure 33). Si les mesures de relance annoncées par le gouvernement chinois ont déçu de nombreux investisseurs, nous croyons qu'elles ont néanmoins donné un solide coup de pouce, compte tenu d'un important déficit budgétaire ciblé pour l'année à venir, quelques mesures de relance importantes du marché du logement et un soutien provisoire aux entreprises du secteur privé.

Il est vrai que l'économie chinoise ne connaîtra probablement pas une croissance fulgurante à un moment où la demande mondiale se tasse, et que le taux de chômage élevé des jeunes et les turbulences persistantes du marché du logement ne peuvent être ignorés. Mais une certaine forme de reprise économique demeure réalisable, à notre avis.

**Figure 32 : Persistance de déficits budgétaires structurels importants**



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

**Figure 33 : Les mesures de soutien de la Chine ont commencé à stimuler l'activité économique**



Nota : Au 30 novembre 2023. Sources : Citigroup, Bloomberg, RBC GMA

À long terme, nous croyons que le taux de croissance durable de la Chine a continué de décélérer, passant des taux de croissance annuels de 6 % à 10 % des deux dernières décennies à un taux de croissance plus proche de 3 % à 4 %. Cette décélération s'explique par différentes raisons :

- La croissance des économies ralentit généralement à mesure que les pays s'enrichissent, comme c'est le cas pour la Chine.
- Il est peu probable que le marché du logement redevienne un des principaux moteurs de la croissance chinoise, les excès de ce secteur étant devenus évidents.
- Le boom des infrastructures du pays pourrait se terminer naturellement, maintenant que le pays a construit suffisamment de systèmes de transport en commun, de ports, d'usines et de logements.
- Le gouvernement favorise toujours le secteur public par rapport au secteur privé, ce qui pourrait limiter la croissance de la productivité.
- La situation démographique de la Chine est plutôt défavorable, la population affichant désormais un déclin permanent.
- Les frictions géopolitiques avec l'Occident devraient persister, ce qui limitera l'accès de la Chine aux puces informatiques haut de gamme et incitera les multinationales à accroître leur production internationale hors de la Chine.

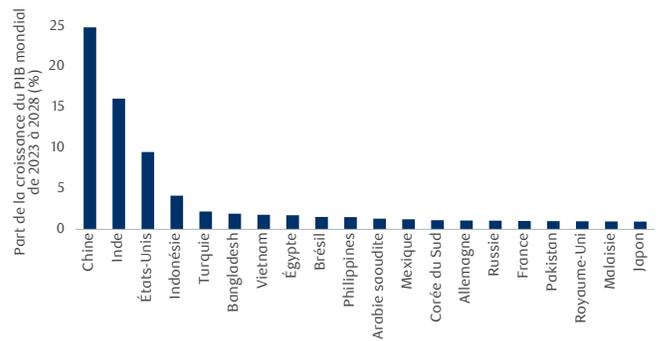
Malgré le rythme moins soutenu de sa croissance économique, la Chine devrait demeurer, et de loin, le plus important moteur de la croissance mondiale au cours des cinq prochaines années (figure 34).

Cela dit, l'Inde devrait ravir aux États-Unis le titre de deuxième contributeur à la croissance mondiale au cours des cinq prochaines années, et enregistrer une expansion durable grâce à un taux de croissance plus rapide que la Chine (figure 35).

### Le Canada confronté à des vents contraires

L'économie canadienne ralentit : une série de trimestres de nette baisse a été entrecoupée de trimestres de croissance au cours de la dernière année, et une véritable récession pourrait encore se produire (figure 36).

**Figure 34 : La Chine restera le premier pays contributeur à la croissance mondiale**



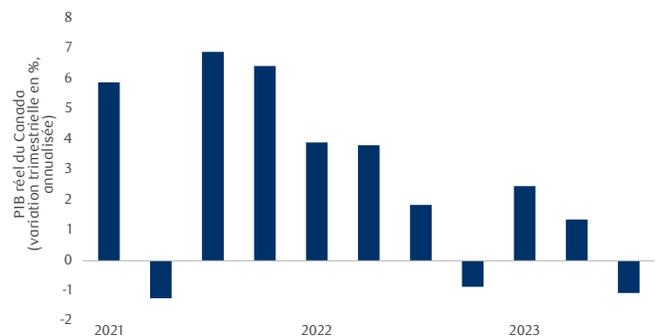
Nota : Selon les prévisions du FMI pour la période allant de 2023 à 2028. Sources : Perspectives de l'économie mondiale du FMI (octobre 2023), Macrobond, RBC GMA

**Figure 35 : Croissance économique de l'Inde et de la Chine**



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

**Figure 36 : L'économie canadienne s'est contractée au dernier trimestre**



Nota : Au troisième trimestre de 2023. Sources : Statistique Canada, Macrobond, RBC GMA

Les attentes des entreprises ne sont pas simplement peu élevées, elles se détériorent (figure 37).

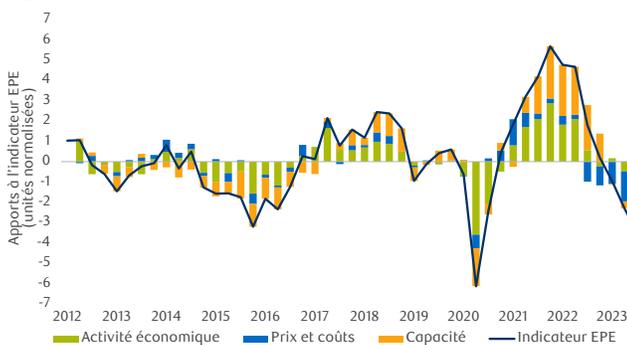
Les dépenses de consommation, qui ont longtemps représenté une source de vigueur, fléchissent, car les taux d'intérêt élevés pèsent sur les ménages canadiens fortement endettés. Les ventes au détail réelles par habitant sont inférieures à leur niveau d'il y a un an (figure 38).

Le marché du logement canadien continue de céder du terrain sous l'effet des taux d'intérêt. La piètre accessibilité à la propriété ainsi que les taux hypothécaires élevés laissent

entrevoir une baisse accrue des prix des logements et un malaise qui pourrait durer plusieurs années (figure 39).

Au Canada, l'immigration a été extraordinaire, la population du pays enregistrant une expansion robuste de 3 %, ce qui représente plus d'un million de nouveaux Canadiens par année. Cette croissance constitue un important soutien à l'économie, mais il est peu probable qu'elle suffise à compenser entièrement l'effet du relèvement des taux d'intérêt, compte tenu surtout de la piètre productivité du pays ces dernières années (figure 40).

**Figure 37 : L'indicateur de l'Enquête sur les perspectives des entreprises (EPE) continue de se dégrader**



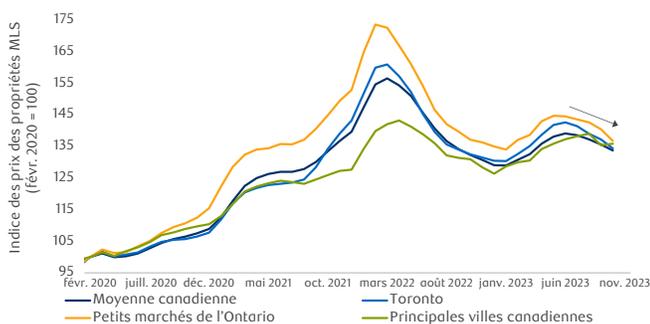
Nota : Au troisième trimestre de 2023. Sources : Enquête sur les perspectives des entreprises de la Banque du Canada, Macrobond, RBC GMA

**Figure 38 : Au Canada, les ventes au détail réelles par habitant diminuent**



Nota : En date de sept. 2023. Sources : Statistique Canada, Haver Analytics, RBC GMA

**Figure 39 : Les prix des propriétés au Canada diminuent de nouveau**



Nota : En date d'oct. 2023. Sources : ACI, Macrobond, RBC GMA

**Figure 40 : Le PIB par habitant au Canada a diminué**



Nota : Au troisième trimestre de 2023. Sources : Statistique Canada, Macrobond, RBC GMA

## Conclusion

Bien que certains des problèmes qui minaient l'économie mondiale il y a un an aient été résolus, y compris les ratés des chaînes logistiques, un choc énergétique et les confinements de la Chine, les taux d'intérêt ont augmenté à un point qui est plus que suffisant pour déclencher une récession modérée ou une faiblesse économique au cours des prochains trimestres.

L'inflation s'est grandement améliorée, mais elle doit encore diminuer avant qu'on puisse crier victoire. Heureusement, nous nous attendons à une amélioration raisonnable et nos prévisions relatives à l'inflation sont en deçà des prévisions générales.

La combinaison de rendements obligataires élevés, de prévisions économiques prudentes et d'une forte incertitude justifie une pondération élevée des titres à revenu fixe ainsi qu'une certaine diminution de la pondération des actions. L'avènement d'une faiblesse économique devrait être l'occasion de revenir aux actifs risqués bon marché.





# Perspectives des marchés

## Il existe désormais d'autres options



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

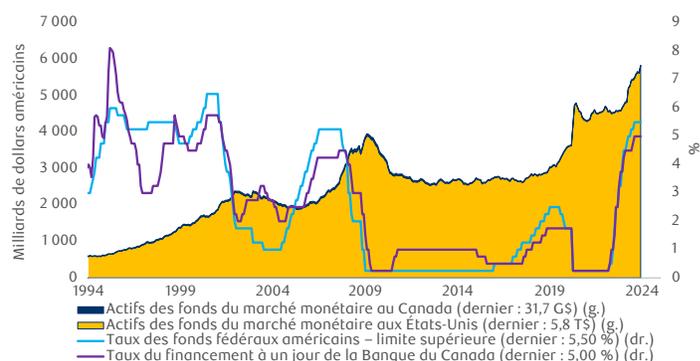


**Daniel E. Chornous, CFA**  
Chef des placements  
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

Après 20 mois de resserrement monétaire vigoureux, les taux d'intérêt à court terme ont atteint leur plus haut niveau depuis des décennies et les investisseurs disposent maintenant d'une vaste gamme d'options de placement offrant un potentiel de rendement attrayant. Les taux d'intérêt réels positifs (après inflation) des liquidités et des obligations ont été rétablis, et le risque aigu de valorisation présent dans le marché des obligations d'État pendant et après la pandémie a pratiquement disparu. Il est peut-être temps de cesser d'affirmer qu'il n'y a pas d'autres options et de délaissier l'expression anglaise « there is no alternative », « TINA » dans sa forme abrégée. Cette formule est devenue populaire après la crise financière, lorsque les taux d'intérêt ont atteint des niveaux planchers de près de 15 ans et que les actions représentaient l'une des rares possibilités d'obtenir des gains de placement. Les taux d'intérêt plus élevés d'aujourd'hui font en sorte qu'il existe maintenant d'autres options, et nous pensons que les marchés pourraient approcher d'une période de transition intéressante au cours de laquelle les titres à revenu fixe occuperont une plus grande place dans les portefeuilles équilibrés et contribueront davantage aux rendements. Pour ce qui est des actions, leur cours dépendra en grande partie de la volonté des investisseurs de voir au-delà de la période de faiblesse économique à court terme et d'envisager un redressement de l'économie en parallèle à une remontée des bénéfices des sociétés, vers la fin de 2024 et par la suite.

Certains des sujets qui seront abordés dans le présent article reprennent les points de vue exprimés dans notre récente analyse intitulée *Arrivée à maturité du cycle de taux*, publiée le 23 novembre 2023. Une des principales observations de ce rapport est qu'une quantité importante de liquidités, avoisinant les 6 billions de dollars américains, s'est accumulée dans les comptes de placement sur le marché monétaire et que ces sommes demeurent passives dans l'attente d'un déploiement (figure 1). S'il était logique que l'épargne en liquidités monte en flèche lorsque les taux d'intérêt à court terme grimpaient à leurs plus hauts niveaux depuis l'an 2000, nous croyons que les banques centrales ont terminé de relever les taux d'intérêt ou sont très près de mettre fin aux hausses, et estimons qu'il est peu probable

**Figure 1 : Actifs des fonds du marché monétaire aux États-Unis et au Canada**



Nota : Au 30 novembre 2023. Sources : ICI, Banque du Canada, RBC GMA

que les taux à court terme plus attractifs d'aujourd'hui se maintiennent.

Lorsque les taux d'intérêt montent aussi rapidement qu'ils l'ont fait, la croissance économique est sujette à la contraction. En réponse, les banques centrales rajustent les taux à des niveaux inférieurs. De nombreux investisseurs semblent avoir conclu que si une récession ne s'est pas encore concrétisée, en dépit des resserrements de la politique monétaire depuis plus d'un an, cela signifie que nous avons réussi à l'éviter, du moins dans un avenir prévisible. Toutefois, nos recherches indiquent que les effets associés à une période de resserrements et à un début d'essoufflement de l'économie ont tendance à se produire avec un grand décalage. Par conséquent, les perspectives de récession sont peut-être en train de s'élargir à l'heure actuelle, de sorte qu'elle pourrait survenir lors des prochains trimestres. Ainsi, le cycle pourrait s'orienter vers une période de baisse des taux en début d'année, ce qui pourrait se solder par une activité importante dans les marchés des capitaux, puisque les investisseurs chercheront à réaffecter leurs liquidités excédentaires.

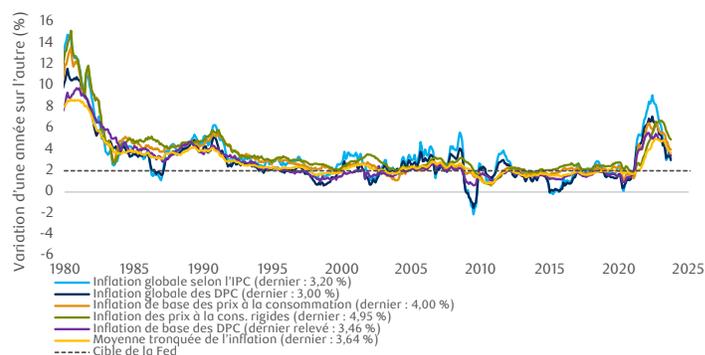
En novembre, l'optimisme des investisseurs a grimpé en flèche puisqu'ils étaient de plus en plus convaincus que les taux d'intérêt avaient probablement atteint leur sommet et que l'économie allait connaître un atterrissage en douceur. La majeure partie de la hausse qu'ont connue les taux obligataires au début du trimestre a été renversée, et les marchés boursiers ont regagné la plupart de leurs pertes depuis l'été. Ces changements sont survenus après une période au cours de laquelle les valorisations boursières et celles des titres à revenu fixe se sont améliorées (figure 2). Rappelons que l'objectif du relèvement des taux d'intérêt et du resserrement quantitatif des banques centrales, y compris la vente d'obligations par celles-ci, était de ramener l'inflation au niveau optimal de 2 %. De plus en plus de signaux indiquent que les resserrements de la politique monétaire ont été suffisants pour ramener l'inflation à la cible de 2 % en 2024 et en 2025, et plusieurs mesures de l'inflation entament déjà leur descente depuis leurs sommets de plusieurs décennies (figure 3). Nous reconnaissons que notre scénario de base prévoit une légère contraction de l'économie au cours de la prochaine année, mais nous n'excluons pas la possibilité que la cible d'inflation de 2 % soit atteinte sans qu'il y ait de récession.

**Figure 2 : Taux des obligations américaines à 10 ans par rapport à l'indice S&P 500 – Données quotidiennes**



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

**Figure 3 : Mesures de l'inflation aux États-Unis**



Nota : Données au 30 novembre 2023. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Dans ce contexte, nous estimons que les obligations d'État offrent un rapport risque-rendement particulièrement attractif, et qu'elles sont devenues plus utiles dans l'élaboration de portefeuilles. Les taux des obligations du Trésor à 10 ans ont commencé leur ascension rapide en 2020 et ont fini par dépasser notre point d'équilibre estimé, au début et au milieu de 2023. Aussi, nous avons commencé à accroître progressivement nos positions en obligations depuis leurs creux historiques d'il y a plusieurs trimestres, puisque nos inquiétudes liées au risque d'évaluation extrême ont diminué parallèlement à la hausse des taux. À l'automne, les taux ont encore grimpé à des niveaux où les valorisations des titres à revenu fixe sont devenues attractives et, à ce

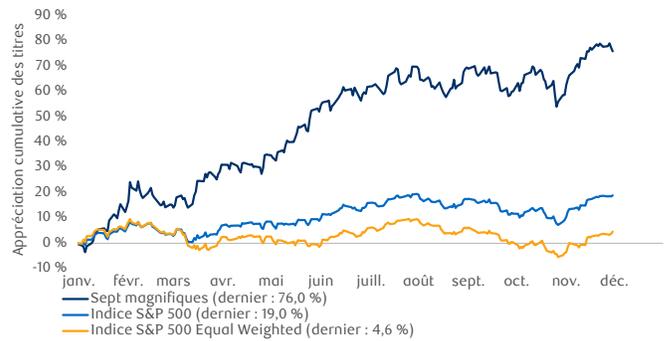
moment, nous avons de nouveau accru la part des titres à revenu fixe. Notre récente décision d'accroître la part des obligations de 50 points de base a eu pour résultat de les faire passer au-delà du point neutre, ce qui est une première dans l'histoire du Comité des stratégies de placement RBC GMA, qui a été créé il y a 20 ans. Des liquidités ont été utilisées pour procéder à cette augmentation.

En ce qui concerne les actions, nous les maintenons à notre pondération stratégique neutre de 60 %. À l'heure actuelle, nous sommes moins enclins à surpondérer les actions en raison du risque qui y est associé, mais aussi parce que le cycle économique a atteint la maturité et que le risque de récession est élevé. Bien que les valorisations boursières soient relativement attrayantes dans presque tous les segments, à l'exception des sept plus grandes actions du S&P 500 (les « sept magnifiques »), nous reconnaissons que si la récession se matérialise comme nous l'anticipons, les bénéfices des entreprises subiront probablement des pressions et la progression des actions sera limitée. En fait, la performance du marché boursier de cette année laisse entendre que les investisseurs ont hésité à acheter des actions, étant donné que les rendements de 5 % ou moins, mis à part ceux des sept magnifiques, ont été peu impressionnants jusqu'à la fin de novembre (figure 4). Toutefois, si l'économie atterrit en douceur, les bénéfices devraient continuer de progresser et tirer les actions vers le haut. Pour un portefeuille équilibré mondial, nos recommandations actuelles de répartition de l'actif sont les suivantes : 60,0 % en actions (pondération stratégique « neutre » de 60,0 %), 38,5 % en obligations (pondération stratégique « neutre » de 38,0 %) et 1,5 % en liquidités. La répartition de l'actif des fonds ou des portefeuilles de clients peut différer en fonction des politiques de placement individuelles.

### L'évolution du cycle laisse entrevoir l'atteinte imminente d'un point d'inflexion sur les marchés

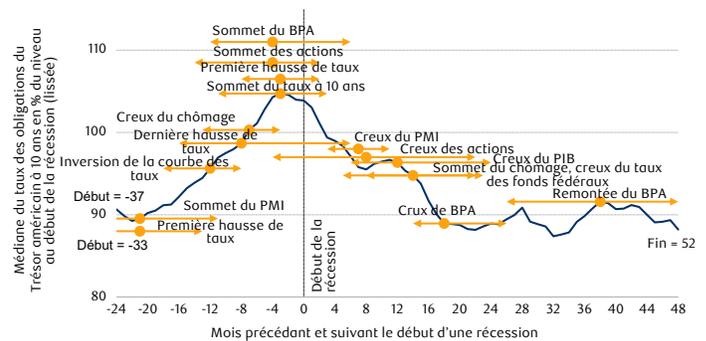
Nous pourrions approcher de la phase du cycle où les taux des obligations et les cours boursiers sont volatils, compte tenu du décalage entre le durcissement monétaire et ses effets sur l'économie. Les figures 5 et 6 représentent la médiane du rendement des obligations du Trésor à 10 ans et du S&P 500, respectivement, avant et après une récession. Sur l'axe horizontal de chaque graphique, T=0 représente la date à laquelle les récessions ont commencé, et divers jalons

**Figure 4 : Indices de rendement cumulatif des actions américaines** – Indexé à 0 % depuis le début de 2023



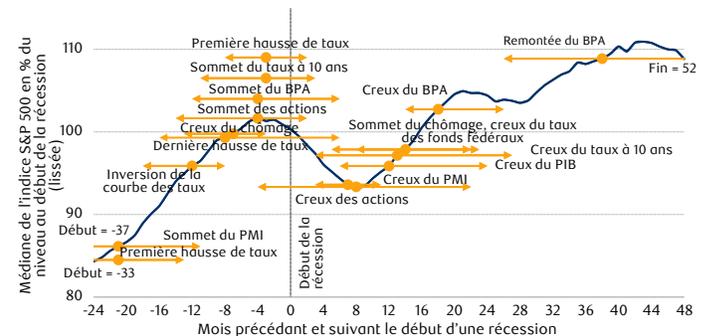
Nota : Au 30 novembre 2023. Les sept magnifiques comprennent Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Nvidia, Meta et Tesla. Sources : Bloomberg, RBC GMA

**Figure 5 : Taux des obligations américaines à 10 ans et récessions** – Médiane des 10 récessions depuis 1957



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

**Figure 6 : L'indice S&P 500 en périodes de récession** – Médiane des 29 récessions depuis 1882



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

sont indiqués par les marques superposées au graphique. Notez que la première hausse survient dans un délai médian de 21 mois avant une récession, et que la première hausse de taux de la Réserve fédérale du présent cycle a eu lieu en mars 2022, ce qui correspondrait à une récession débutant en décembre 2023. Bien qu'il y ait de grands écarts temporels d'un cycle à l'autre, comme l'indiquent les flèches horizontales des jalons, notre analyse indique que, loin d'être derrière nous, la possibilité d'une récession commence à peine à poindre.

Quelques autres observations méritent d'être soulignées. Les hausses de taux ont tendance à prendre fin environ huit mois avant le début d'une récession, et elles sont suivies de baisses de taux quatre mois plus tard. Comme la hausse de juillet était possiblement la dernière, nous avons déjà dépassé ces jalons temporels classiques dans le cycle actuel. De fait, les banques centrales pourraient vouloir maintenir les taux plus élevés plus longtemps et ne pas procéder à des baisses trop tôt. Cela dit, si nos prévisions de récession se confirment au cours des prochains trimestres et si une telle trajectoire est suivie au cours du cycle actuel, les baisses de taux pourraient commencer au début de l'année prochaine. Il se peut aussi que nous avoisinions les sommets dans ces graphiques, juste avant la récession, et que nous observions un pic des taux des obligations, une flambée des bénéfiques des entreprises ainsi qu'une remontée des cours boursiers à peu près au même moment. Notez également que toute

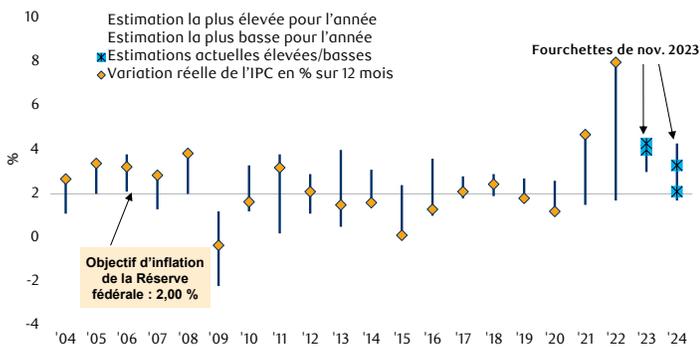
chute des actions associée à une récession a tendance à être relativement courte. Ainsi, ces graphiques indiquent que même si la faiblesse économique se matérialise, nous pouvons anticiper un recul des actions d'ici le milieu de l'année prochaine.

### L'inflation est de retour sur la bonne voie

Dans un contexte de ralentissement économique, les pressions sur les prix s'atténuent et les prévisionnistes sont de plus en plus convaincus que l'inflation se rapproche de l'objectif de 2 % ciblé par la plupart des grandes banques centrales. Aux États-Unis, l'inflation globale des prix à la consommation a déjà chuté à environ 3 %, après la hausse de l'an dernier à un peu plus de 9 % (figure 7). Il est important de noter que la fourchette des prévisions pour 2024 est étroite, ce qui amoindrit l'incertitude par rapport au résultat attendu, d'autant plus que les prédictions des prévisionnistes se sont révélées exceptionnellement inexactes en 2022. De plus, les anticipations inflationnistes du marché aux États-Unis, au Canada et en Europe semblent bien ancrées autour de 2 % (figure 8), ce qui reflète la conviction des investisseurs que les banques centrales ont effectué un resserrement approprié pour ramener l'inflation à sa cible.

Par ailleurs, nous sommes d'avis que l'inflation continuera de ralentir, et cette opinion est étayée par divers indicateurs avancés. La croissance de la masse monétaire a été un indicateur utile pour prévoir l'orientation de l'inflation jusqu'à

**Figure 7 : États-Unis – Dispersion des estimations d'inflation**



Sources : Consensus Economics, RBC GMA

**Figure 8 : 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



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

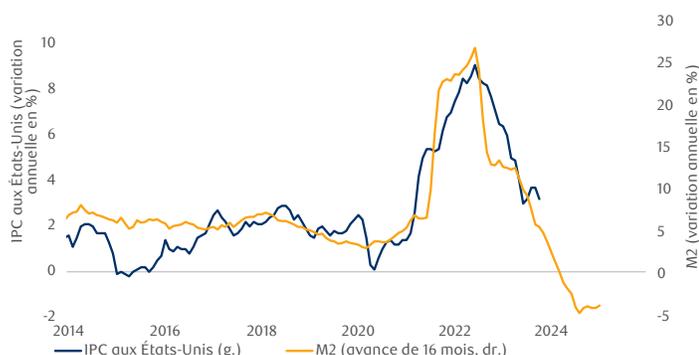
présent dans ce cycle, avec une avance de 16 mois (figure 9). Les deux lignes du graphique ont des trajectoires presque identiques, ce qui indique que l'expansion massive de la masse monétaire au début de la pandémie a parfaitement préfiguré les tensions inflationnistes qui ont commencé en 2021 ainsi que l'inversion subséquente, lorsque les banques centrales ont réduit les mesures de stimulation et ont éventuellement commencé à réduire leurs bilans. La contraction de la masse monétaire actuelle indique que l'inflation continuera probablement de ralentir au cours des 16 prochains mois. D'autres indicateurs clés de la forte inflation des deux dernières années, soit les loyers

résidentiels et les prix des voitures d'occasion, ont reculé jusqu'aux niveaux d'avant la pandémie (figures 10 et 11). Ainsi, les distorsions liées à la pandémie semblent majoritairement estompées, et les facteurs favorisant l'inflation n'ont pas résisté au resserrement musclé des conditions monétaires. Par conséquent, l'inflation ralentit.

### Les taux d'intérêt à court terme pourraient avoir atteint leur sommet...

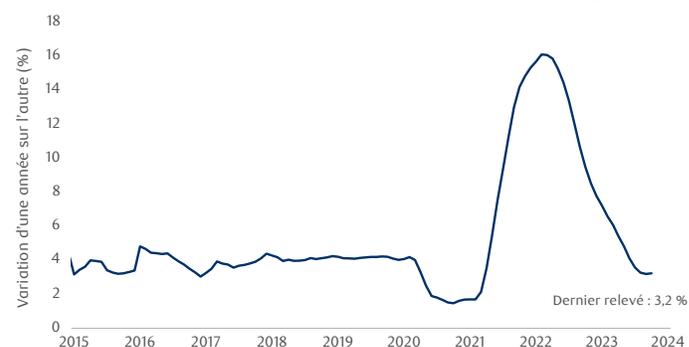
Les banques centrales pourraient bientôt être en mesure d'offrir un assouplissement des taux d'intérêt si la menace de l'inflation continue de s'affaiblir. Notre modèle indique

**Figure 9 : Inflation aux États-Unis et masse monétaire** – Variations annuelles de l'IPC et de M2



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

**Figure 10 : Indice des loyers des États-Unis Zillow**  
Variation en % d'une année sur l'autre de tous les logements



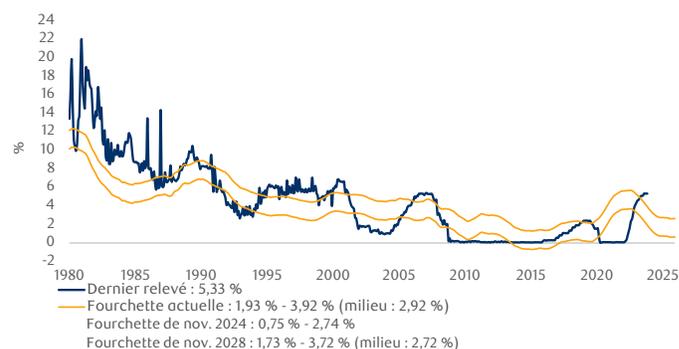
Nota : Au 31 octobre 2023. Sources : Zillow Inc., Bloomberg, RBC GMA

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



Nota : En date de novembre 2023. Les zones ombrées représentent une récession. Sources : Manheim Consulting, Bloomberg et RBC GMA

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



Nota : Au 6 décembre 2023. Sources : Réserve fédérale, RBC GMA

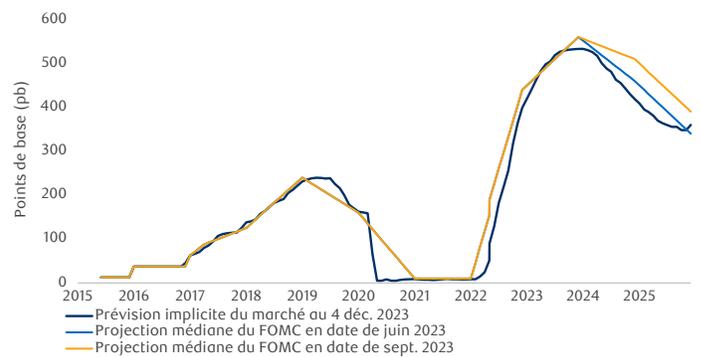
maintenant que les taux d'intérêt sont passés à des niveaux restrictifs, le taux des fonds fédéraux se situant de 5,25 % à 5,50 % au-dessus de la limite supérieure de notre fourchette d'équilibre (figure 12). Il est important de noter que cette fourchette des taux des fonds fédéraux devrait diminuer au cours de l'année à venir, si l'inflation demeure contenue. Par conséquent, les taux d'intérêt punitifs d'aujourd'hui ne sont probablement que temporaires et pourraient bientôt commencer à décliner. Les projections du Comité fédéral d'open market (FOMC) laissent entrevoir une modération des taux d'intérêt à court terme au cours de l'année à venir, et les marchés à terme anticipent quatre à cinq baisses de taux de 25 points de base d'ici la fin de 2024 (figure 13). Si une telle prédiction nous semble audacieuse, la trajectoire des taux et le moment où ils devraient fluctuer sont néanmoins conformes à nos attentes à l'égard de l'économie.

### ...et les taux des obligations d'État aussi

Au cours de l'automne, les valorisations des obligations d'État ont atteint leur niveau le plus attrayant depuis des décennies, et le fait que des banques centrales pourraient ne plus augmenter les taux rend les actifs à revenu fixe d'État encore plus attrayants. Les taux obligataires ont tendance à culminer au même niveau et en même temps que les taux d'intérêt à court terme (figure 14), et de nombreux marchés obligataires se sont redressés en novembre depuis des niveaux tout juste inférieurs aux taux à court terme, alors que les investisseurs anticipaient la fin éventuelle du cycle de resserrement et la possibilité d'un assouplissement l'an prochain. Le taux des obligations américaines à 10 ans a chuté à 4,33 % en novembre, puis a atteint 4,00 % en décembre, depuis un sommet de 5,02 % en octobre. Les obligations d'État du Canada et de l'Europe ont connu des progressions similaires. La reprise a commencé par une sous-évaluation générale des taux par rapport à nos modèles d'équilibre, situation qui n'a été observée qu'à quelques reprises au cours des 40 dernières années, notamment pendant la crise financière mondiale et lors d'une brève hausse des taux en 2013 (figure 15). Outre le Japon, où les perspectives d'avenir dépendent largement de la façon dont la Banque du Japon gère la courbe des taux et sa politique en faveur de taux d'intérêt négatifs, nos modèles indiquent que les taux appropriés dans la plupart des grandes régions obligataires seront inférieurs au cours des prochaines années (page 45).

**Figure 13 : Taux implicite des fonds fédéraux**

Contrats à terme sur 12 mois



Sources : Bloomberg, Réserve fédérale américaine, RBC GMA

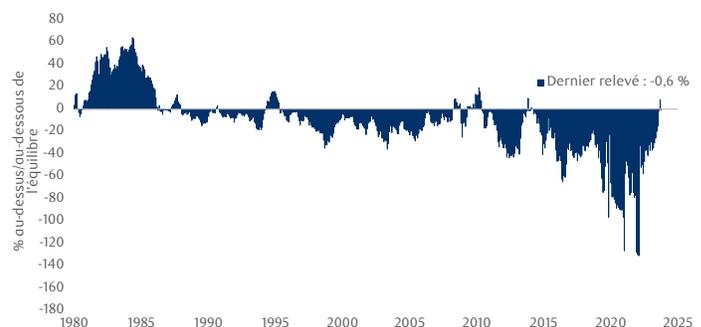
**Figure 14 : Taux des obligations américaines à 10 ans et des fonds fédéraux**



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

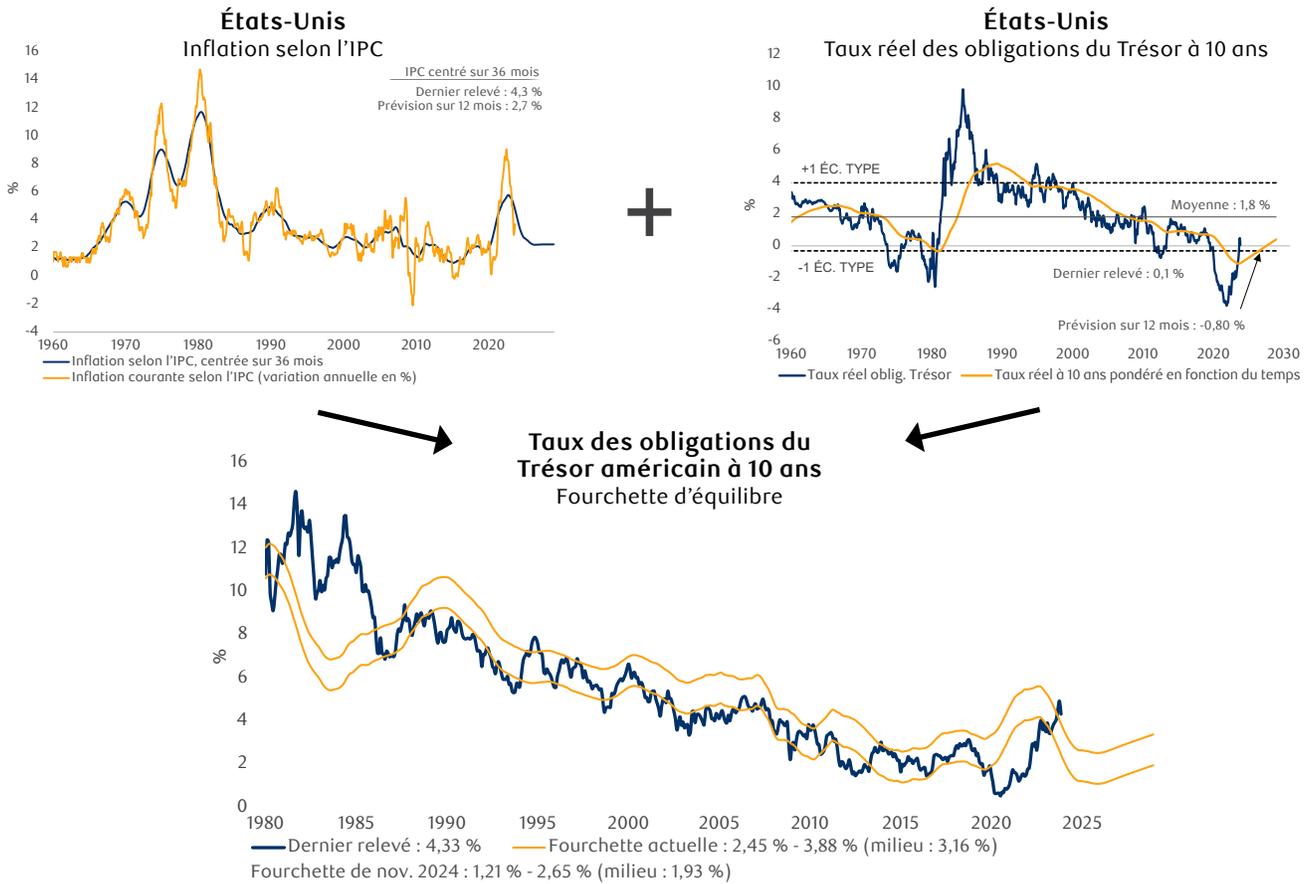
**Figure 15 : Indice composite mondial des obligations**

Taux des obligations d'État à 10 ans par rapport au point d'équilibre



Nota : Données au 30 novembre 2023. Source : RBC GMA

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



Nota : Au 30 novembre 2023. Source : RBC GMA

Un examen plus approfondi des composantes de notre modèle d'analyse des obligations démontre que la plupart des ajustements nécessaires au rétablissement d'une rémunération adéquate des investisseurs en titres à revenu fixe ont déjà eu lieu, et que la possibilité d'une baisse des taux est apparue dans la foulée. La figure 16, qui présente les éléments de notre modèle pour les obligations du Trésor à 10 ans, révèle que la forte pression haussière sur les taux obligataires au cours des dernières années est principalement attribuable à l'augmentation rapide de la prime d'inflation, alors que les prix à la consommation ont progressé à un rythme jamais vu en 40 ans. Les tensions inflationnistes ont diminué depuis, ce qui réduit la probabilité que les taux restent élevés. L'incidence de la chute des

tensions inflationnistes est en partie contrebalancée par le retour des taux réels à des valeurs positives, ceux-ci ayant touché des creux après la pandémie. Nous avons déjà mentionné par le passé qu'à notre avis, les taux réels négatifs ne sont pas viables parce que les épargnants devraient recevoir une compensation (supérieure au taux d'inflation) pour avoir bloqué des fonds dans des placements à revenu fixe et avoir repoussé des dépenses de consommation. Les rendements positifs après inflation sont une bonne nouvelle pour les investisseurs en titres à revenu fixe, et nous nous attendons à ce que les taux réels s'établissent entre 0 % et 1 % à long terme, en raison de divers facteurs structurels, comme le vieillissement de la population et le recul du potentiel de la croissance mondiale.

Les obligations du Trésor à 10 ans, à un taux avoisinant 4 %, offrent des valorisations et un potentiel de rendement encore attrayants. Nos modèles indiquent maintenant que les taux pourraient s'établir entre 3,50 % et 4,00 %, voire plus bas à long terme, en supposant une prime d'inflation entre 2,0 % et 2,5 %, des taux réels entre 0 % et 1 % et une prime de terme d'environ 100 à 150 points de base. Le cas échéant, les investisseurs pourraient obtenir des rendements totaux entre 5 % et 9 % au cours de l'année à venir, puisqu'ils obtiendront des revenus de coupons intéressants en sus des gains en capital, à mesure que les taux baisseront.

### D'après les données techniques, le contexte est favorable et opportun pour les obligations

En plus des valorisations attrayantes, divers indicateurs techniques laissent entendre que le moment est peut-être venu d'acquérir des obligations d'État. La tendance des cours à long terme s'est inversée, ce qui laisse entrevoir une possible longue période de baisse des taux (figure 17). Un autre paramètre significatif ayant déclenché un signal d'achat en novembre est la variation d'une année sur l'autre du taux des obligations du Trésor à 10 ans qui a chuté sous son seuil clé de 20 % (figure 18). Enfin, les mesures évaluant la confiance dans les marchés obligataires ont témoigné d'un pessimisme inégalé en deux décennies (figure 19). Les actifs mal aimés présentent souvent le meilleur potentiel de rendements futurs. Les perspectives pour les obligations pourraient être plus favorables que jamais depuis la crise financière mondiale de 2008-2009, compte tenu des valorisations attrayantes, du stade du cycle économique et des données techniques haussières.

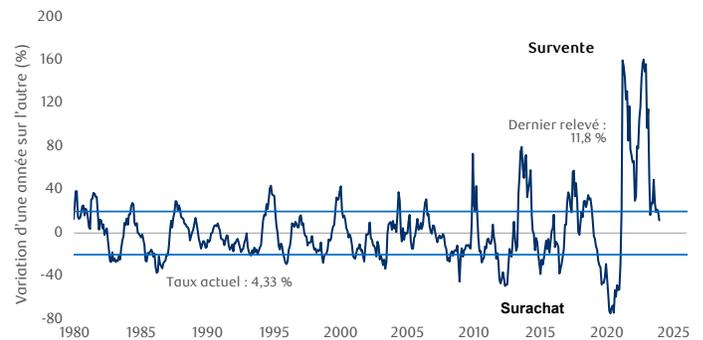


**Figure 17 : Taux des obligations du Trésor américain à 10 ans – Tendance des cours (taux) à long terme**



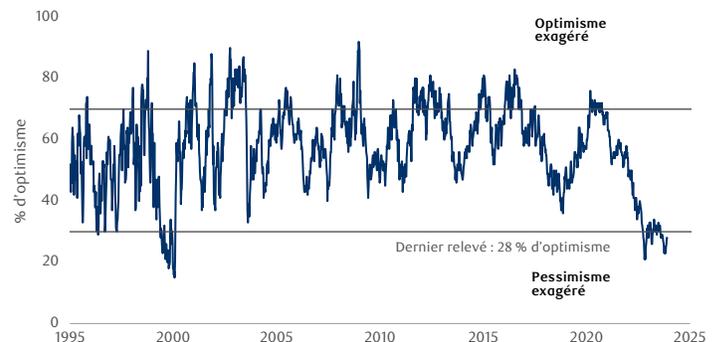
Nota : La courbe de Copping se fonde sur des données mensuelles. Au 4 décembre 2023. Sources : Bloomberg, RBC GMA

**Figure 18 : Taux des obligations du Trésor américain à 10 ans – Taux de variation**



Nota : Au 6 décembre 2023. Sources : Bloomberg, RBC GMA

**Figure 19 : Prévisions optimistes à l'égard des obligations du Trésor américain à 10 ans**



Nota : Au 26 novembre 2023. Sources : Market Vane, RBC GMA

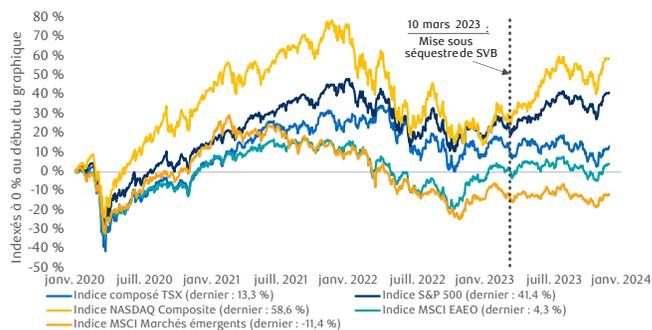
## Les gains boursiers de 2023 ont été attribuables à une poignée de sociétés

En 2023, la remontée du marché boursier a été attribuable à un nombre restreint de titres, plus particulièrement après la crise des banques régionales américaines au printemps (figure 20). Le resserrement des conditions de crédit, combiné à la hausse des taux d'intérêt et aux inquiétudes entourant la croissance économique, a nui à la plupart des sociétés cotées en bourse. Mais une poignée d'actions de sociétés technologiques à mégacapitalisation, disposant de liquidités abondantes et dotées d'une solide capacité à soutenir la croissance de leurs bénéficiaires, a brillé dans cette conjoncture difficile et a tiré profit des tendances en intelligence artificielle. Ainsi, les « sept magnifiques » ont progressé de 76 % au 30 novembre, faisant grimper le Nasdaq de 36 % et le S&P 500 de 18 %, ces actions représentant à elles seules 29 % et 15 % des gains respectifs de ces indices. La plupart des actions ont produit des rendements nettement inférieurs à ceux de l'indice pondéré en fonction de la capitalisation boursière. L'indice S&P 500 équipondéré, qui reflète mieux le rendement moyen des actions, n'a progressé que de 5 % au cours de cette période, et plusieurs autres indices mondiaux, comme l'indice britannique FTSE 100, l'indice composé TSX du Canada, l'indice de référence des marchés émergents et même les indices de sociétés américaines à petite capitalisation, n'ont produit que des rendements inférieurs à 5 % (figure 21).

## Les cours boursiers mondiaux ne sont pas déraisonnables...

Outre le S&P 500 pondéré en fonction de la capitalisation et dominé par les sept magnifiques, les actions mondiales sont plus abordables. Notre indicateur composite des valorisations boursières mondiales a chuté à 4,8 % sous la juste valeur, son niveau le plus bas depuis la pandémie, et si nous excluons les États-Unis, ce pourcentage plonge à 17 % en deçà du niveau d'équilibre (figure 22). Parmi l'ensemble des indicateurs composites, le S&P 500 est légèrement supérieur à sa juste valeur, mais les titres d'autres régions se négocient à des cours largement inférieurs qui sont particulièrement attrayants (page 46). Par conséquent, les actions mondiales offrent actuellement un potentiel de rendement respectable, surtout si les économies évitent la récession.

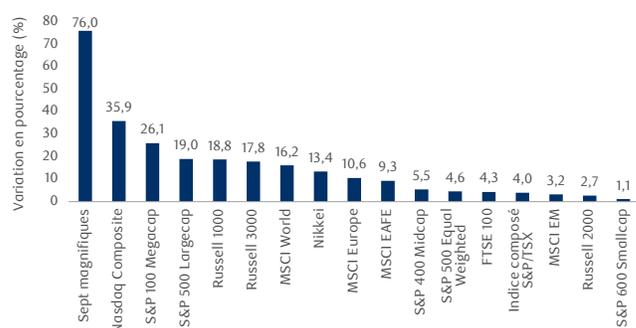
**Figure 20 : Principaux indices boursiers – Indices de l'appréciation cumulative des titres en USD**



Nota : Données au 30 novembre 2023. Appréciation des titres en USD. Sources : Bloomberg, RBC GMA

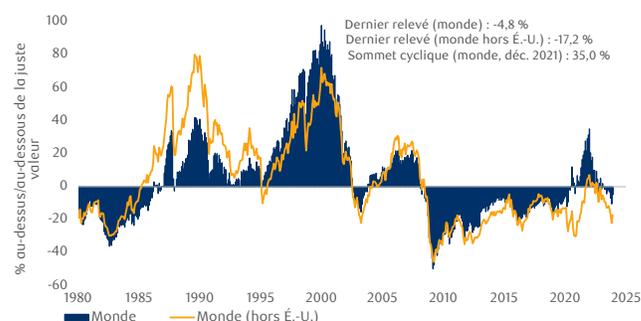
**Figure 21 : Variations des cours des principaux indices en USD**

Du 30 décembre 2022 au 30 novembre 2023



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

**Figure 22 : Indice composite des marchés boursiers mondiaux – Indices des marchés boursiers par rapport au point d'équilibre**



Nota : Données au 30 novembre 2023. Source : RBC GMA

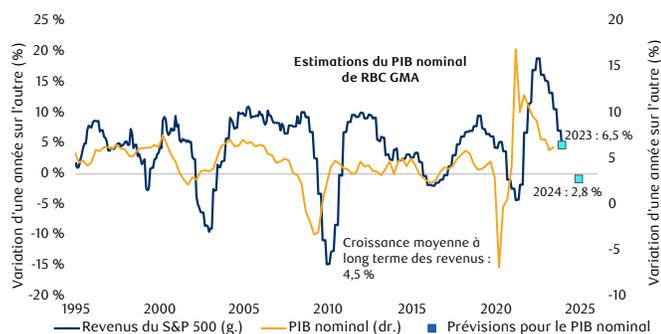
### ...mais un ralentissement de l'économie pourrait entraver la croissance des bénéfices des sociétés

À notre avis, le plus grand risque pour le marché boursier est que les bénéfices n'affichent qu'une croissance faible, voire nulle, si l'économie ralentit comme nous le prévoyons. La figure 23 illustre la croissance des revenus des sociétés du S&P 500, parallèlement à la croissance du PIB nominal des États-Unis. Notez que les deux lignes du graphique se suivent de près. Une réduction de la croissance du PIB nominal au taux de 2,8 % que nous anticipons pour l'an prochain irait de pair avec une croissance des revenus faible, voire légèrement négative. De plus, les marges bénéficiaires sont descendues de leurs sommets en raison de la hausse rapide des coûts et elles pourraient encore baisser si la croissance des revenus ralentit et que les sociétés ne sont pas en mesure

de réduire les frais fixes assez rapidement (figure 24). Enfin, les bénéfices sont au point mort à des niveaux supérieurs à la tendance à long terme, mais on peut s'attendre à ce qu'ils chutent sous la tendance en cas de ralentissement économique. Dans ce cas, ils pourraient dégringoler d'au moins 10 % (figure 25).

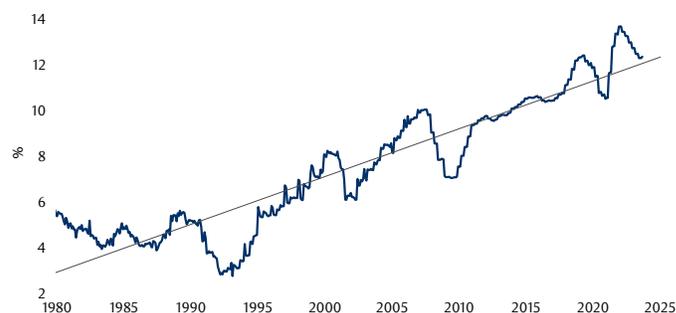
Les prévisions des résultats restent assez optimistes, ce qui est incompatible avec le spectre d'une récession d'ampleur modérée ou de plus grande importance aux États-Unis et dans le reste du monde au cours des prochains trimestres. Les analystes s'attendent à un rebond de la croissance des bénéfices de l'indice S&P 500 qui passerait de 2 % cette année à 11 % en 2024 (figure 26). Nous croyons que ces prévisions sont vulnérables aux révisions à la baisse qui

**Figure 23 : États-Unis**  
Revenus du S&P 500 et PIB nominal



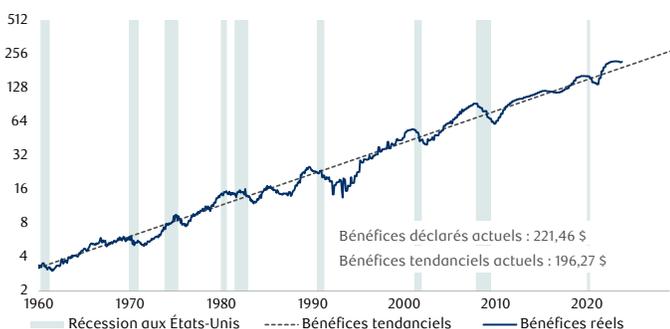
Nota : Au 7 décembre 2023. Sources : RBC MC, RBC GMA

**Figure 24 : Indice S&P 500**  
Marge nette



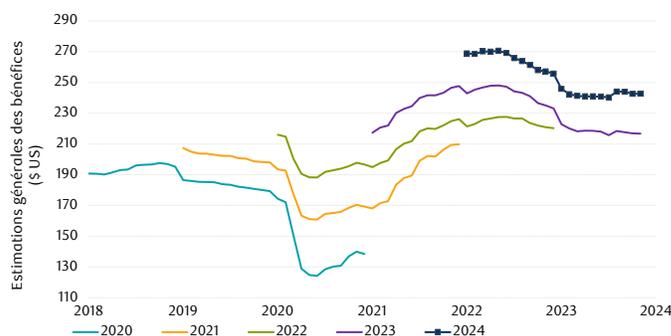
Nota : Au 30 novembre 2023. Sources : Bloomberg, RBC GMA

**Figure 25 : Bénéfice par action du S&P 500**  
12 derniers mois



Nota : Données au 30 novembre 2023. Source : RBC GMA

**Figure 26 : Indice S&P 500**  
Estimations générales des bénéfices



Nota : Au 4 décembre 2023. Sources : Bloomberg, RBC GMA

**Figure 27 : Prévisions de bénéfices et autres scénarios de valorisations et de résultats de l'indice S&P 500**

	C/B	Prévisions générales		C/B	Prévisions générales		En récession*
		Prév. descendantes 2023	Prév. ascendantes 2023		Prév. descendantes 2024	Prév. ascendantes 2024	
		215,0 \$	216,1 \$		230,0 \$	242,7 \$	167,3 \$
+1 écart type	21,5	4 632,3	4 655,6	22,6	5 208,8	5 497,1	3 787,7
+0,5 écart type	19,3	4 159,9	4 180,8	20,3	4 677,6	4 936,5	3 401,4
Équilibre	17,2	3 687,5	3 706,0	18,0	4 146,4	4 375,9	3 015,2
-0,5 écart type	15,0	3 215,1	3 231,3	15,7	3 615,2	3 815,3	2 628,9
-1 écart type	12,8	2 742,7	2 756,5	13,4	3 084,0	3 254,7	2 242,6

Nota : \* Bénéfices pour la période des 12 derniers mois terminée en octobre 2023 moins 25 % (baisse moyenne des bénéfices au cours d'une récession). Au 30 novembre 2023. Sources : Bloomberg, Thomson Reuters, RBC GMA

pourraient limiter les gains des actions jusqu'au premier semestre de 2024. Cela dit, tout dommage causé aux bénéfices des entreprises devrait être de courte durée, et il est probable que les investisseurs voient au-delà de la faiblesse du début de 2024 pour se concentrer sur une reprise potentielle plus tard dans l'année, surtout si un atterrissage en douceur pour les États-Unis et l'économie mondiale se profile plus clairement.

### Évaluation des scénarios possibles pour les actions

Les perspectives macroéconomiques difficiles, jumelées à des valorisations boursières exigeantes aux États-Unis, signifient que beaucoup de facteurs devront être positifs pour que les indices boursiers puissent offrir des rendements attrayants au cours des 12 prochains mois. La figure 27 présente divers scénarios fondés sur les valorisations et les bénéfices du S&P 500 pour l'année en cours et l'année prochaine, et indique que le rapport risque-rendement des actions de sociétés américaines à grande capitalisation est orienté à la baisse. Si l'indice S&P 500 se négociait au ratio cours-bénéfice d'équilibre de notre modèle (le niveau compatible avec les taux d'intérêt, l'inflation et la rentabilité des sociétés au moment présent) et qu'il générerait des bénéfices conformes aux estimations des analystes, il serait 20 % plus bas d'ici la fin de 2023. Mais la dernière remontée des actions indique probablement que les investisseurs anticipent des résultats positifs pour l'année prochaine. En supposant une baisse des taux d'intérêt et de l'inflation

l'an prochain, le niveau d'équilibre du ratio C/B du marché augmente à 18,0, et on peut raisonnablement s'attendre à un niveau aussi élevé que 4 375 pour le S&P 500, mais les investisseurs en actions américaines essuieraient tout de même une légère perte. Ces scénarios mettent en lumière le fait qu'à partir de maintenant, pour générer un résultat positif pour les actions américaines, les valorisations doivent se négocier à un niveau supérieur au point d'équilibre. De plus, elles dépendent fortement de la diminution de l'inflation ainsi que de la baisse des taux d'intérêt et des bénéfices pour atteindre, sinon dépasser, les estimations actuelles des analystes. Si ces facteurs favorables se mettent en place et que le ratio C/B dépasse le point d'équilibre d'un demi-écart type ou d'un écart type entier, il est possible que le S&P 500 atteigne plus de 4 500 points, voire un peu plus de 5 000 au cours des 12 prochains mois, générant ainsi des rendements dans la fourchette des 5 % à 9 %, qui pourraient même franchir le cap des 10 %.

### Les actions de croissance des sociétés américaines à grande capitalisation présentant des valorisations élevées sont très prisées

Les actions de croissance de sociétés à grande capitalisation ont bénéficié d'une croissance économique atone et des tendances en intelligence artificielle, mais elles ont crû au point où leurs valorisations pourraient nuire à leur position de meneur. Du début de l'année au 30 novembre, l'indice de croissance S&P 500 a surpassé l'indice de valeur S&P 500

de 9 points de pourcentage (figure 28). Fait intéressant, le rendement supérieur dégagé par les titres de croissance cette année ne représente qu'un renversement partiel de la tendance haussière antérieure des titres de valeur du début de 2022, lorsque les banques centrales ont commencé à resserrer les taux d'intérêt de façon énergique. De cette date jusqu'à la fin de novembre 2023, les titres de valeur américains ont dominé par 25 points de pourcentage. Les sociétés à petite capitalisation forment un autre segment ayant passablement tiré de l'arrière au cours de la dernière année, et leur robustesse relative par rapport aux titres des sociétés à grande capitalisation a chuté à son plus bas niveau en 22 ans (figure 29). La catégorie des titres de croissance de sociétés à grande capitalisation comprend les sept magnifiques, un groupe de sociétés technologiques à mégacapitalisation très prospères dont les valorisations sont approximativement deux fois plus élevées que celles des autres sociétés du S&P 500 (figure 30). Pour que ces sociétés continuent d'afficher des rendements supérieurs, elles devront maintenir la solide croissance des bénéfices qui est déjà reflétée dans leurs valorisations élevées. Si ce groupe faiblit, ou si la croissance économique s'accélère de nouveau, les titres de valeur et les actions de sociétés à petite capitalisation, qui sont généralement plus sensibles aux changements économiques, pourraient se retrouver en tête du peloton.



### Figure 28 : Rendement des titres de croissance par rapport aux titres de valeur

Indice de valeur S&P 500/indice de croissance S&P 500



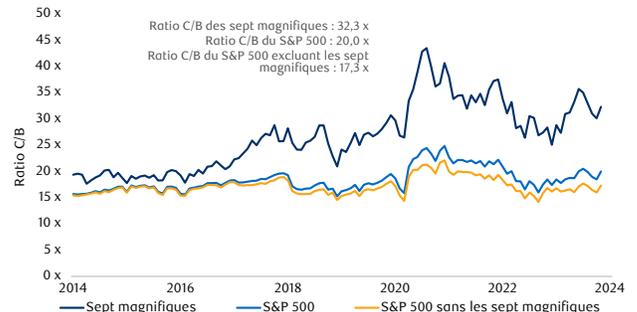
Nota : Au 4 décembre 2023. Sources : Bloomberg, RBC GMA

### Figure 29 : Sociétés américaines à petite capitalisation par rapport aux sociétés à grande capitalisation – Indice Russell 2000/indice S&P 500



Nota : Au 4 décembre 2023. Sources : Bloomberg, RBC GMA

### Figure 30 : Ratio C/B prévisionnel des « sept magnifiques »



Nota : Les sept magnifiques comprennent Apple, Microsoft, Google, Amazon, Nvidia, Tesla et Meta. Tesla a été ajoutée en décembre 2020 lorsqu'elle a été intégrée au S&P 500. Au 30 novembre 2023. Source : RBC GMA

La position dominante du rendement des actions américaines depuis plus d'une décennie pourrait ainsi connaître un revirement. Le Canada, les marchés émergents et l'Europe ont tous inscrit des rendements inférieurs à ceux des États-Unis depuis près de 15 ans (figures 31 à 33). Notez toutefois que la solidité relative fait l'objet de longs cycles et qu'elle s'approche de seuils où des changements ont eu lieu par le passé. En fait, la vigueur relative des rendements totaux de l'indice MSCI Europe en dollars américains a atteint son plus bas niveau en septembre 2022 par rapport à l'indice S&P 500. Un élargissement de la reprise boursière au-delà des États-Unis pourrait confirmer la durabilité du marché haussier.

### Répartition de l'actif : augmentation de la pondération en titres à revenu fixe au-dessus de la position neutre

Nous reconnaissons que l'incertitude persiste, car le resserrement antérieur de la politique monétaire se répercute sur l'économie mondiale, et divers risques géopolitiques, la croissance des déficits budgétaires et le resserrement des normes de crédit nuisent à la croissance. Le resserrement considérable et ses effets sur l'économie qui sont habituellement décalés nous incitent à conclure que l'économie se dirige vers une légère récession au cours des prochains trimestres. Mais il existe aussi des scénarios plus optimistes, et ceux-ci gagnent en probabilité, car l'inflation garde le cap sur sa trajectoire favorable.

Dans ce contexte, les banques centrales réduiront probablement les taux directeurs dans le courant de la prochaine année, ce qui créera un climat plus propice à l'amélioration des rendements des obligations. Un indicateur



### Figure 31 : Rendement relatif

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



Nota : Au 4 décembre 2023. Sources : Bloomberg, RBC GMA

### Figure 32 : Rendement relatif

Indice MSCI Marchés émergents TR USD c. indice S&P 500 TR USD



Nota : Au 4 décembre 2023. Sources : Bloomberg, RBC GMA

### Figure 33 : Rendement relatif

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



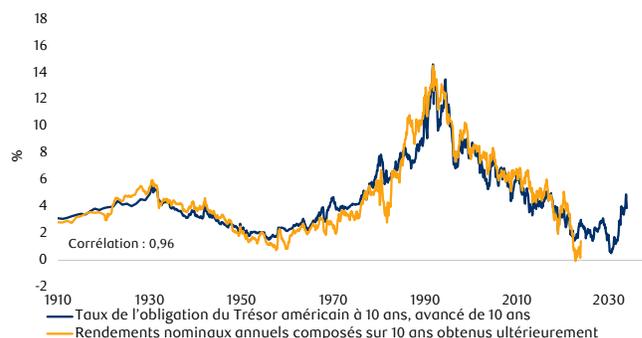
Nota : Au 4 décembre 2023. Sources : Bloomberg, RBC GMA

fiable, mais simple, de ce que les investisseurs gagneront sur une obligation du Trésor à 10 ans est le rendement à l'échéance actuel, qui se situe maintenant autour de 4 % (figure 34). Si les taux baissaient de façon importante à court terme, les rendements seraient encore plus élevés sur une période de 12 mois. En fait, une baisse d'un point de pourcentage du taux de l'obligation du Trésor à 10 ans au courant de la prochaine année se traduirait par un rendement de 12,8 % (figure 35). En revanche, une *augmentation* d'un point de pourcentage du taux, attribuable à une inflation prolongée, se traduirait par une perte beaucoup plus faible de 3,3 %, étant donné que les revenus de coupons relativement élevés amortissent toute baisse potentielle des prix des obligations. Ce rapport risque-rendement est particulièrement intéressant, étant donné que les obligations, aux taux plus élevés d'aujourd'hui, peuvent offrir une protection contre un repli des actions tout en réduisant le risque de pertes importantes.

Nous continuons de nous attendre à ce qu'à long terme, les actions surpassent les obligations, mais nous reconnaissons qu'une hausse à court terme des actions serait limitée si l'économie entrait en récession. De plus, il n'est plus aussi avantageux qu'aux étapes antérieures du cycle de détenir des actions plutôt que des titres à revenu fixe, et les investisseurs ne sont peut-être pas suffisamment rémunérés pour pallier le risque de repli de l'économie. Nous nous montrerions plus optimistes en ce qui a trait aux perspectives des actions si nous constatons une plus grande ampleur du marché boursier, une amélioration des indicateurs économiques avancés ou un assouplissement des conditions monétaires.

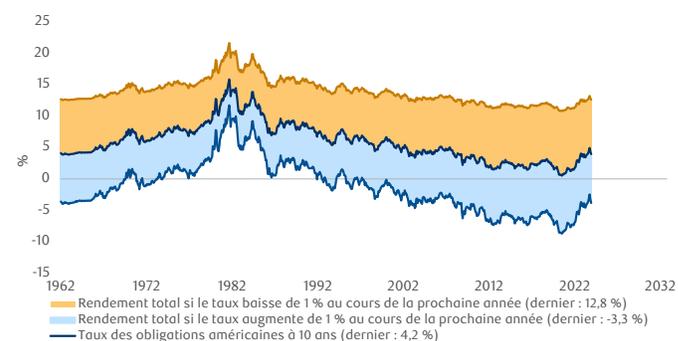
Le ratio Shiller cours-bénéfice corrigé des variations cycliques, un indicateur fiable de ce que les investisseurs en actions américaines peuvent s'attendre à gagner au cours de la prochaine décennie, projette actuellement un rendement annualisé de 7 % (figure 36). Cela dit, à mesure que les économies se dirigent vers une période de ralentissement potentiel au cours du premier semestre de 2024, les prévisions de bénéfices risquent d'être revues à la baisse, et nous prévoyons que les actions seront plus volatiles. Si notre hypothèse de base pour l'économie se concrétise, le rendement des actions sera probablement inférieur à celui des obligations. Par conséquent, nous allons à l'encontre de notre tendance historique à surpondérer légèrement les actions et préférons une pondération neutre pour celles-ci, étant donné que le cycle est mature, que le risque de

**Figure 34 : Obligation du Trésor américain à 10 ans et rendements**



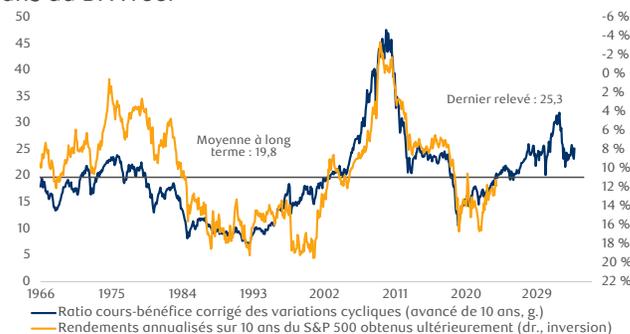
Nota : Données au 30 novembre 2023. Sources : Deutsche Bank, Macrobond, RBC GMA

**Figure 35 : Obligation du Trésor américain à 10 ans Rendements totaux compte tenu d'une variation de plus ou moins 1 % des taux sur un an**



Nota : Au 5 décembre 2023. Le graphique reflète le calcul hypothétique des rendements globaux en cas de hausse ou de baisse des taux de 100 points de base au cours des 12 mois suivants. Sources : Bloomberg, RBC GMA

**Figure 36 : Ratio Shiller cours-bénéfice corrigé des variations cycliques – Indice S&P 500 réel/moyenne sur 10 ans du BPA réel**



Nota : Au 4 décembre 2023. Sources : Macrobond, Bloomberg, RBC GMA

récession est plus élevé que d'habitude et que la contraction économique est généralement dommageable pour les actions, mais favorable aux marchés des titres à revenu fixe. Cela dit, nous avons hésité à réduire la pondération des actions en deçà de notre position neutre, compte tenu de la possibilité que les tensions inflationnistes se résorbent sans plonger l'économie dans une récession, ce qui entraînerait une remontée des bénéfices des sociétés et renforcerait les valorisations qui se trouvent à des niveaux relativement attrayants.

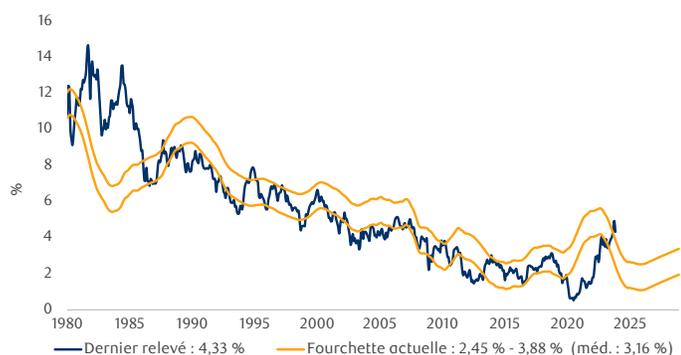
Compte tenu des risques et des occasions pour des horizons de placement à court et à long terme, nous avons accru la part des titres à revenu fixe au cours du dernier trimestre, de sorte que notre pondération en obligations se situe maintenant au-dessus du point neutre pour la première fois en deux décennies. Nous avons utilisé des liquidités pour accroître de 50 points de base notre pondération des titres à revenu fixe, car les taux des obligations du Trésor à 10 ans ont grimpé à près de 5 %. Nos recommandations actuelles de répartition de l'actif d'un portefeuille équilibré mondial sont les suivantes : 60,0 % en actions (pondération stratégique « neutre » de 60,0 %), 38,5 % en obligations (pondération stratégique « neutre » de 38,0 %) et 1,5 % en liquidités. La répartition de l'actif des fonds ou des portefeuilles de clients peut différer en fonction de la politique de placement de ces fonds.



## Marchés mondiaux des titres à revenu fixe

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

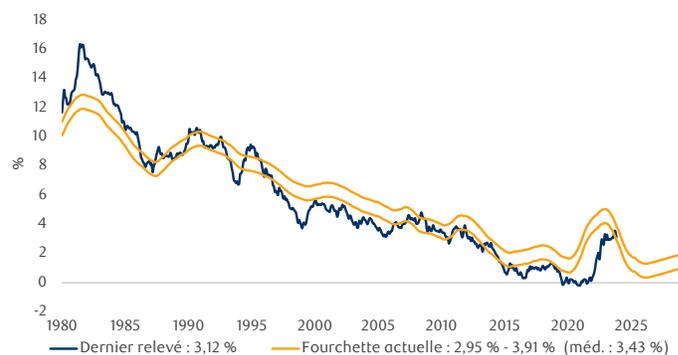
Fourchette d'équilibre



Nota : Au 30 novembre 2023. Sources : RBC GMA, RBC MC

### Zone euro : taux de l'obligation à 10 ans

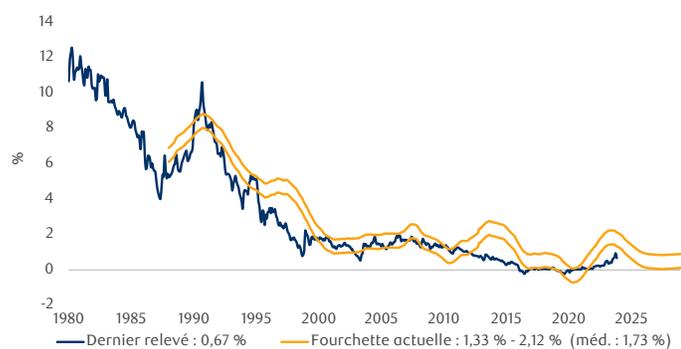
Fourchette d'équilibre



Nota : Au 30 novembre 2023. Sources : RBC GMA, RBC MC

### Japon : taux de l'obligation à 10 ans

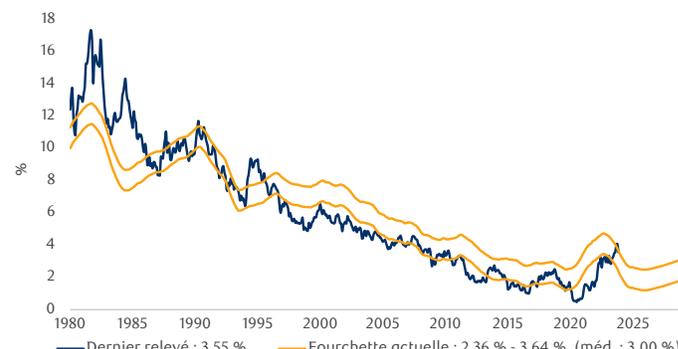
Fourchette d'équilibre



Nota : Au 30 novembre 2023. Sources : RBC GMA, RBC MC

### Canada : taux de l'obligation à 10 ans

Fourchette d'équilibre



Nota : Au 30 novembre 2023. Sources : RBC GMA, RBC MC

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

Fourchette d'équilibre



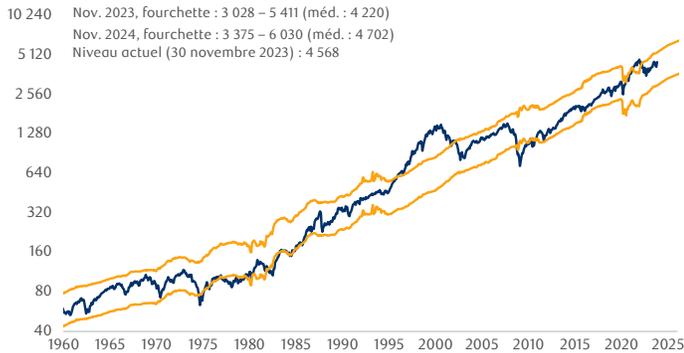
Nota : Au 30 novembre 2023. Sources : RBC GMA, RBC MC

« ... nos modèles indiquent que les taux appropriés dans la plupart des grandes régions obligataires seront inférieurs au cours des prochaines années. »

## Marché mondial des actions

### S&P 500 : niveau d'équilibre

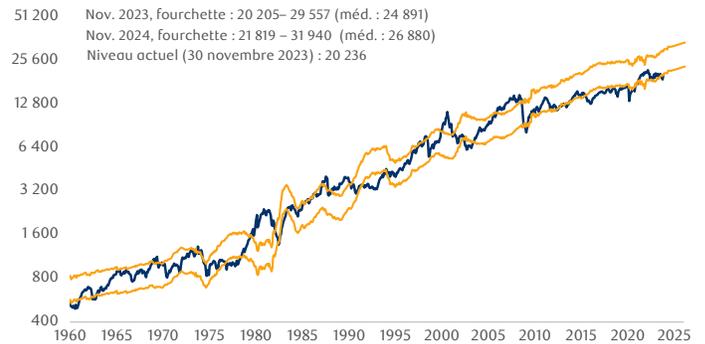
Valorisations et bénéfices normalisés



Nota : Au 30 novembre 2023. Source : RBC GMA

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

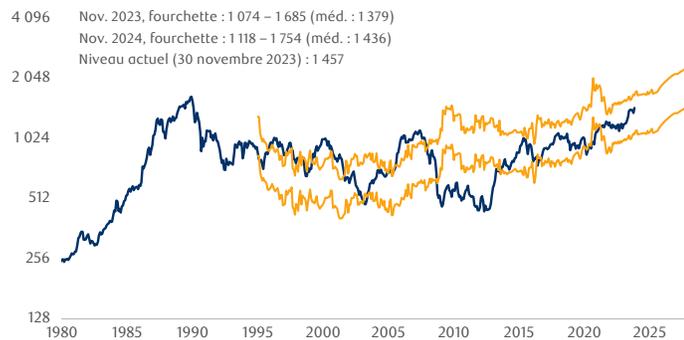
Valorisations et bénéfices normalisés



Nota : Au 30 novembre 2023. Source : RBC GMA

### Japon : indice MSCI

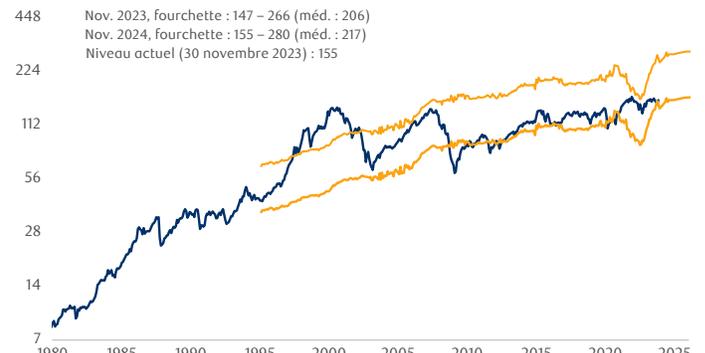
Valorisations et bénéfices normalisés



Nota : Au 30 novembre 2023. Source : RBC GMA

### Zone euro : indice MSCI

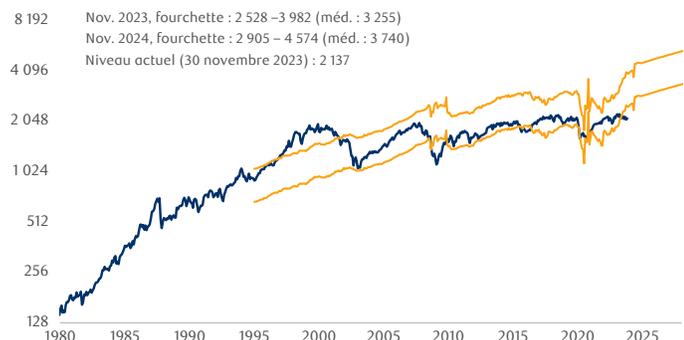
Valorisations et bénéfices normalisés



Nota : Au 30 novembre 2023. Source : RBC GMA

### Royaume-Uni : indice MSCI

Valorisations et bénéfices normalisés



Nota : Au 30 novembre 2023. Source : RBC GMA

### Marchés émergents : indice MSCI

Valorisations et bénéfices normalisés



Nota : Au 30 novembre 2023. Source : RBC GMA



## Marchés mondiaux des titres à revenu fixe



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



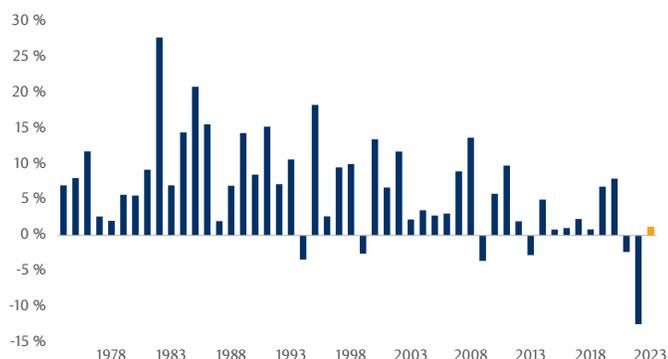
**Joanne Lee, MFin, CFA**  
Première gestionnaire  
de portefeuille  
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.



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

L'année de volatilité du marché obligataire se poursuit en lion. Au cours du dernier trimestre, les investisseurs ont rehaussé leurs estimations à l'égard des taux directeurs des banques centrales en raison d'une activité économique plus forte que prévu, principalement aux États-Unis, et de l'inflation toujours élevée. Les investisseurs exigent aussi une rémunération plus élevée pour détenir des obligations à long terme – un montant supplémentaire fréquemment appelé « prime de terme » – en raison notamment des préoccupations concernant le piètre état des finances publiques. L'augmentation de la prime de terme et les attentes de hausse des taux directeurs ont porté le taux des obligations du Trésor américain à dix ans à 5,02 % le 23 octobre, son sommet depuis juillet 2007. Par conséquent, les investisseurs en obligations d'État américaines envisagent, fait sans précédent, une troisième année civile de perte (figure 1), ce qui serait décevant étant donné les faibles rendements à un chiffre que nous avions prévus il y a un an.

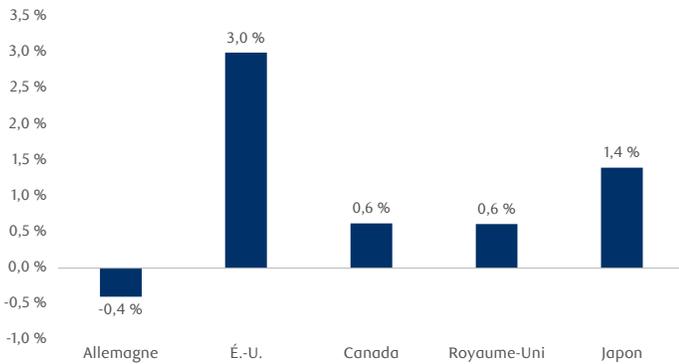
**Figure 1 : Une troisième année consécutive de pertes pourrait attendre les investisseurs** – Rendements des obligations d'État américaines



Nota : Données au 5 décembre 2023. Source : Bloomberg Barclays

Nous croyons que les attentes des investisseurs à l'égard des hausses de taux ne sont pas fondées. Une grande partie de l'économie mondiale continue de ralentir, plombée par les effets retardés d'un cycle de resserrement monétaire énergétique à l'échelle mondiale. Depuis le troisième trimestre de 2022, la plupart des grandes économies n'ont pratiquement pas enregistré de croissance (figure 2) et elles devraient ralentir davantage au cours de l'année à venir. Les facteurs qui ont stimulé la croissance aux États-Unis, où l'expansion de l'économie a atteint un taux annualisé vigoureux de 4,9 % entre juin et septembre, ne semblent pas non plus reproductibles. Par conséquent, bien que la plupart des prévisionnistes aient retiré leurs prévisions de récession au cours des six derniers mois (figure 3), nous avons accru la probabilité d'une contraction économique.

**Figure 2 : La croissance de la plupart des pays est très lente** – Croissance économique depuis septembre 2022, exclusion faite de l’inflation

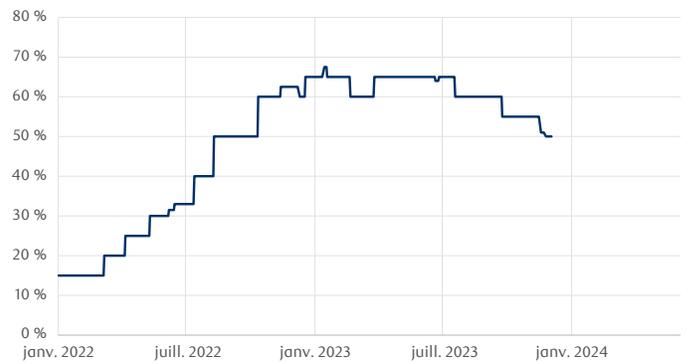


Source : Bureaux nationaux de statistique

L'économie américaine semble particulièrement susceptible de subir un ralentissement. Les facteurs qui ont contribué à sa remarquable croissance des 12 derniers mois – largesse budgétaire, épargne des ménages accumulée pendant la pandémie et liquidité abondante dans le système bancaire – semblent peu susceptibles de se répéter. En raison de l'attention accrue portée aux finances publiques et de la division marquée du Congrès, nous nous attendons à un ralentissement modeste des dépenses publiques au cours de la prochaine année. L'épargne accumulée pendant la pandémie semble aussi épuisée, supprimant une importante source de pouvoir d'achat des consommateurs. Enfin, les liquidités dans le système bancaire américain ont été beaucoup plus abondantes que prévu cette dernière année, ce qui a donné un coup de fouet à l'économie. Au cours des 12 prochains mois, nous prévoyons que le resserrement de la politique monétaire pèsera davantage sur l'activité, étant donné que la Réserve fédérale américaine (Fed) poursuivra la réduction de son bilan.

En plus du ralentissement de l'économie, nous croyons que les rendements obligataires seront soutenus par de meilleures valorisations. La plus récente augmentation des taux, attribuable aux attentes élevées à l'égard des taux directeurs des banques centrales et à l'augmentation des primes de terme, a considérablement amélioré les valorisations. Les taux réels (corrigés de l'inflation) ont

**Figure 3 : La probabilité d'une récession aux États-Unis a diminué** – Probabilité médiane d'une récession au cours de la prochaine année



Nota : Données au 5 décembre 2023. Source : Bloomberg

monté en flèche, les primes de terme n'ont jamais été aussi importantes ces dix dernières années et la compensation de l'inflation atteint des sommets cycliques. À notre avis, les attentes des investisseurs en ce qui concerne ces facteurs qui influent sur les taux obligataires sont désormais trop élevées.

Les attentes relatives aux taux directeurs sont nettement supérieures à ce qui nous semble approprié à long terme. Les cours du marché obligataire donnent à penser que le taux des fonds fédéraux restera proche de 4,00 % au cours des dix prochaines années. Les attentes relatives aux taux directeurs en Europe sont presque aussi élevées, à près de 3,00 %. Dans les deux marchés, les attentes du marché en ce qui concerne les taux directeurs dépassent de loin les estimations de taux directeurs neutres (taux qui ne stimulent pas la croissance économique, mais qui ne le freinent pas non plus) et ne laissent pas présager une grave récession au cours de la prochaine décennie.

Nous croyons qu'à leur niveau actuel, les taux réels offrent d'excellentes occasions de placement dans les obligations. Le taux réel d'une obligation américaine à dix ans indexée sur l'inflation est de 2,5 %, comparativement à l'estimation du Congressional Budget Office concernant la croissance potentielle du PIB réelle, de 1,8 %. Les taux d'intérêt réels semblent encore plus exagérément élevés par rapport à la croissance prévue de la main-d'œuvre, qui ne s'élève qu'à

0,4 %. La croissance de la main-d'œuvre représente une « donnée objective » portant sur le PIB potentiel, puisque tous les travailleurs qui intégreront la population active au cours des dix prochaines années sont déjà nés.

La prime de terme n'a jamais été aussi élevée depuis une décennie, et nous pensons qu'elle offre une juste rémunération pour le risque lié à l'achat d'obligations à long terme. Elle est également conforme aux relations historiques, comme la volatilité implicite des options sur taux d'intérêt. Nous nous attendons à ce que la volatilité du marché obligataire finisse par s'atténuer et à ce que la prime de terme diminue également.

Comparativement à la hausse des attentes en matière de taux directeurs et à la prime de terme, les attentes d'inflation n'ont augmenté que modestement. Nous pensons que c'est parce que les banques centrales ont manifesté un engagement crédible à maintenir l'inflation près de 2 %. Nous prévoyons que l'inflation continuera de diminuer graduellement au cours des 12 prochains mois, pour se rapprocher de 2 % au fil du temps. Il existe des arguments selon lesquels l'inflation pourrait afficher une hausse tendancielle à long terme, en partie à cause des changements climatiques, de la démondialisation, de la hausse des salaires et des attentes des consommateurs à l'égard d'une augmentation des prix. Il faut toutefois reconnaître que les taux obligataires comportent déjà une rémunération attrayante implicite d'environ 3 % pour l'inflation sur le long terme.

Dans ce contexte, à quels rendements les investisseurs en obligations devraient-ils s'attendre ? Pour l'année à venir, nous prévoyons des rendements de 5 % à 10 %, et une probabilité raisonnable de rendements légèrement supérieurs à 10 % dans certains marchés. Ces attentes de rendements élevés s'expliquent en partie par la hausse des taux initiaux. Si les taux obligataires demeurent inchangés d'ici un an, un investisseur pourrait partir du principe que les obligations d'État américaines offriront un rendement de 5 %. Ce taux initial est généreux en soi, mais il sert aussi de tampon contre d'autres hausses de taux et de tremplin pour les rendements si les taux venaient à diminuer, comme nous le prévoyons. Par exemple, si le taux des obligations du Trésor américain à dix ans augmentait de 100 points de base au cours de la prochaine année, les investisseurs subiraient une

perte de 2,3 %. Si ce taux enregistrait une baisse de même ampleur, le rendement total serait de 13 %.

Pendant la majeure partie de l'année dernière, notre optimisme à l'égard des obligations s'appuyait principalement sur l'idée qu'un ralentissement marqué de l'économie entraînerait une diminution des taux obligataires. Toutefois, l'augmentation des taux obligataires au cours du dernier trimestre a aussi eu pour effet de bonifier les valorisations, justifiant encore plus les placements dans les obligations. De toute évidence, notre conviction selon laquelle une récession est imminente est davantage susceptible d'être remise en question. La plupart des prévisionnistes ont passé les derniers mois à réduire leurs probabilités d'une récession aux États-Unis au cours des 12 prochains mois, et les prévisions générales ne tablent pas sur une récession. Nous continuons de prévoir, au contraire, une récession et, compte tenu du temps écoulé depuis le début du cycle de hausse des taux, la probabilité d'une récession a augmenté. Selon nous, cette situation accroît le potentiel de rendement des obligations d'État.

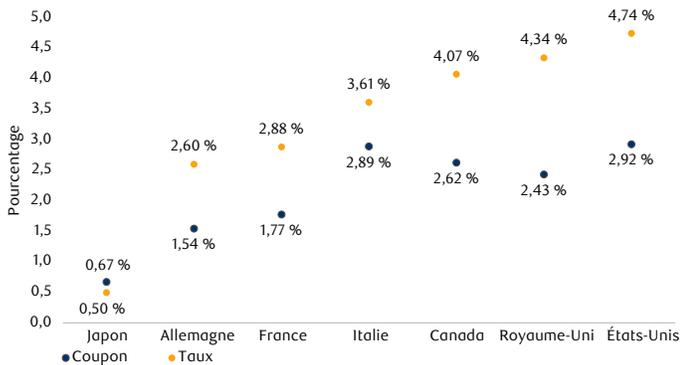
À notre avis, l'inflation et les déficits gouvernementaux représentent les principaux risques qui planent sur le marché obligataire. Les craintes des investisseurs concernant une inflation galopante se sont largement atténuées et les attentes d'inflation se maintiennent dans les normes historiques, mais il existe un risque que l'inflation reste coincée dans une fourchette de 3 % à 4 %. Nous croyons que les salaires demeurent le principal risque pouvant empêcher les banques centrales d'atteindre leurs cibles d'inflation. En outre, nous sommes d'avis qu'une récession est probablement nécessaire pour ralentir rapidement les hausses salariales. En l'absence d'un apaisement soutenu des pressions sur les prix, la plupart des banques centrales pourraient reprendre leur cycle de hausse des taux et les investisseurs en obligations feraient augmenter encore plus les taux obligataires. C'est le type de contexte inflationniste sur lequel se fondent nos « scénarios du pire » réalistes à l'égard des obligations.

Nous prenons aussi en compte les préoccupations relatives à la situation budgétaire et à l'offre d'obligations. Dans la plupart des grands pays occidentaux, la situation budgétaire est mauvaise et les gouvernements émettront d'importantes quantités de titres de créance, compte tenu des projections

actuelles de dépenses et de revenus. Ce qui surprend dans ce recours accru à l'emprunt, c'est qu'il ne se produit pas dans le cadre d'un repli de l'économie. En outre, les taux du marché sont aujourd'hui bien plus élevés que les revenus d'intérêts actuels, ce qui signifie que les gouvernements sont confrontés à une hausse des charges d'intérêts, étant donné que les dettes existantes arrivent à échéance et qu'elles sont remplacées par de nouvelles dettes plus coûteuses (figure 4). Par conséquent, les charges d'intérêts continueront d'augmenter au fil du temps, même si l'encours de la dette n'augmente pas. Dans certains pays, les effets néfastes de l'augmentation des coûts d'emprunt se feront sentir assez

rapidement. Aux États-Unis et au Canada, près de 50 % des obligations d'État en circulation verront leurs taux augmenter d'ici la fin de 2025 (figure 5). Pour l'instant, nous pensons que ces hausses seront gérables. Le ratio dette/PIB des États-Unis augmentera sans entraîner de changements importants au chapitre des dépenses ou de la fiscalité, mais la situation est bien différente de celle des économies moins robustes de la zone euro, comme l'Italie et la Grèce au début des années 2010. Ces pays étaient aux prises avec des problèmes de croissance structurels profondément ancrés qui l'emportaient sur les préoccupations relatives à la viabilité de la dette – un facteur qui ne touche pas les États-Unis.

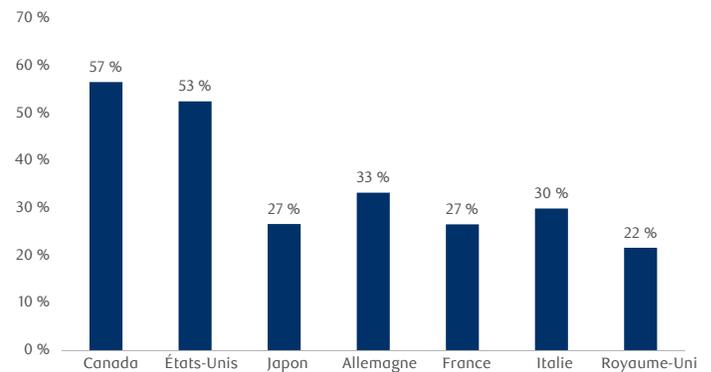
**Figure 4 : Les taux actuels du marché sont bien supérieurs aux versements des coupons des obligations d'État**



Nota : Données au 5 décembre 2023. Pour l'ensemble des obligations et des bons cotés en bourse. Coupon pondéré en fonction de la valeur nominale. Utilisation des taux du marché pour les bons. Source : Bank of America.

**Figure 5 : Les gouvernements doivent renouveler beaucoup d'emprunts avant le 1<sup>er</sup> janvier 2026**

Part des obligations et des bons en circulation arrivant à échéance dans les deux prochaines années



Nota : Données au 5 décembre 2023. Source : Bank of America



## Orientation des taux



Nous prévoyons que le taux des fonds fédéraux fléchira à 4,75 % au cours des 12 prochains mois. Nous nous attendons à ce que le taux des obligations du Trésor américain à dix ans passe à 4,00 % au cours de la prochaine année, soit environ 30 points de base de moins que les taux obligataires au moment d'écrire ces lignes.

### États-Unis

La Réserve fédérale américaine (Fed) devrait prolonger l'interruption de son cycle de hausse des taux d'intérêt, après avoir relevé la fourchette cible du taux des fonds fédéraux entre 5,25 % et 5,50 % en juillet. Le marché du travail a commencé à montrer des signes concordants d'essoufflement, notamment une hausse du taux de chômage, le ralentissement de la croissance des salaires et la difficulté accrue pour les travailleurs de trouver de nouveaux emplois. Par conséquent, les attentes du marché à l'égard de nouvelles hausses sur une période de 12 à 24 mois se sont estompées. Le marché s'attend désormais à ce que la Fed mette essentiellement fin à son resserrement monétaire et qu'elle amorce l'abaissement des taux d'ici le milieu de l'année prochaine.

Les décideurs mettront probablement du temps à reconnaître la possibilité d'un assouplissement sensible de la politique monétaire, afin de veiller à ce que l'inflation ne se remette pas à accélérer de façon significative. Les pressions exercées sur les prix dans certains secteurs de l'économie américaine, particulièrement dans les entreprises des services, demeurent relativement fortes. Il est peu probable que la Fed assouplisse considérablement sa politique monétaire tant que les hausses salariales demeureront proches de 4 % par an, ce que nous estimons être supérieur à un niveau compatible avec un taux d'inflation de 2 %. Par ailleurs, bien que la Fed estime que sa politique actuelle est suffisamment restrictive, elle a été surprise par la résilience de l'activité économique.

Nous prévoyons que la pause de la politique monétaire durera au moins jusqu'en mai de l'an prochain, en l'absence d'un ralentissement beaucoup plus fort que prévu de l'activité. Nous prévoyons que le taux des fonds fédéraux fléchira à 4,75 % au cours des 12 prochains mois. Nous nous attendons à ce que le taux des obligations du Trésor américain à dix ans passe à 4,00 % au cours de la prochaine année, soit environ 30 points de base de moins que les taux obligataires au moment d'écrire ces lignes.





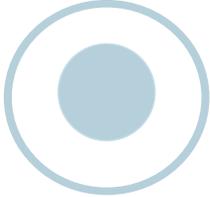
Nous prévoyons que le taux des obligations d'État allemandes à dix ans s'établira à 2,50 %.

### Zone euro

L'économie de la zone euro éprouve visiblement des difficultés, compte tenu des taux d'intérêt élevés. Si l'économie de l'Europe est parvenue à éviter une récession très attendue au lendemain du déclenchement de la guerre en Ukraine, principalement grâce à d'énormes transferts budgétaires et à un hiver fort heureusement doux, elle stagne depuis. Le coup de pouce que devait procurer la reprise de la Chine après la pandémie ne s'est pas concrétisé, et les transferts budgétaires et l'incidence positive du redémarrage des chaînes logistiques ont largement cessé de faire sentir leurs effets. La Banque centrale européenne (BCE) a relevé son taux directeur de 25 points de base à 4,00 % en septembre et maintient les taux à des niveaux inédits depuis la crise financière mondiale il y a 15 ans.

Le taux d'inflation, qui reste désagréablement élevé dans la zone euro, empêche les décideurs d'amorcer l'abaissement des taux afin de soutenir la croissance. Bien que le pire ait probablement été évité, la croissance rapide des salaires est particulièrement préoccupante, car elle peut donner lieu à un cycle autonome de hausses de prix supérieures à 2 % que la BCE souhaite éviter. Nous pensons que l'inflation toujours élevée empêchera les décideurs d'envisager des baisses de taux jusqu'au milieu de l'an prochain, avant de réduire le taux directeur de 100 points de base d'ici décembre 2024. Les taux obligataires en Allemagne témoignent déjà de piètres perspectives de croissance, et certains investisseurs s'attendent à des baisses, étant donné que les rendements des obligations d'État à dix ans se situent à 2,45 %, soit bien en deçà du taux directeur actuel. Étant donné que les obligations à long terme intègrent déjà beaucoup de morosité, nous ne croyons pas que les taux diminueront fortement au cours des 12 prochains mois. Nous prévoyons que le taux des obligations d'État allemandes à dix ans s'établira à 2,50 %.





Nous prévoyons que le taux directeur passera de -0,10 % à 0,10 %. Selon nos prévisions, le taux des obligations d'État japonaises à dix ans devrait être d'environ 1,00 % d'ici un an, comparativement à 0,67 % au moment d'écrire ces lignes.

### Japon

Au cours du dernier trimestre, la Banque du Japon a poursuivi le resserrement de sa politique monétaire, relâchant encore l'emprise qu'elle exerce depuis sept ans sur les taux des obligations d'État. Au lieu de plafonner les taux des obligations d'État à dix ans à 1,00 % et de promettre d'acheter une quantité illimitée d'obligations, ce niveau ne représente plus qu'un « point de référence ». Ce changement ne se produit peut-être pas trop tôt, étant donné que tant l'inflation que les attentes inflationnistes au Japon continuent d'augmenter. Les pressions sur les prix dans ce pays, bien que modestes par rapport à la plupart des autres pays développés, atteignent des sommets de plusieurs décennies. De plus, au Japon plus que partout ailleurs, on observe des signes montrant un changement de l'attitude du public à l'égard des hausses de prix prévues.

Nous croyons qu'un resserrement accru de la politique monétaire du Japon est justifié, à moins d'un ralentissement important de l'activité économique. Nous prévoyons que le taux directeur passera de -0,10 % à 0,10 %. Selon nos prévisions, le taux des obligations d'État japonaises à dix ans devrait être d'environ 1,00 % d'ici un an, comparativement à 0,67 % au moment d'écrire ces lignes.



Nous prévoyons que le taux directeur demeurera à 5 % jusqu'au milieu de 2024 et que la banque centrale amorcera l'abaissement des taux au troisième trimestre de 2024, ce qui fera baisser le taux de référence à 4,00 % au cours de la prochaine année.

### Canada

Nous croyons que la Banque du Canada a terminé le cycle actuel des hausses de taux, après avoir relevé son taux directeur de 475 points de base depuis mars 2022, pour le faire passer à 5,00 %. L'économie canadienne commence à ressentir de façon aiguë l'effet retardé du resserrement des conditions financières ; ainsi, la croissance du produit intérieur brut (PIB) a été nulle au cours des derniers mois.

Compte tenu des niveaux d'endettement records et des taux d'intérêt élevés, les ménages canadiens réduisent leurs dépenses. Selon la Banque du Canada, environ 60 % des prêts hypothécaires résidentiels devront être renouvelés au cours des trois prochaines années, et l'argent utilisé pour faire des versements hypothécaires plus élevés ne sera pas disponible pour soutenir la consommation. En général, il faut de 12 à 18 mois pour qu'une hausse de taux fasse sentir son effet, ce qui laisse croire que ce n'est que maintenant que nous ressentons le plein effet des hausses de taux énergiques de l'an dernier. Dans un contexte de taux d'intérêt élevés, les entreprises freinent les investissements et les emprunts. La faiblesse de l'économie au cours des prochains trimestres réduira probablement davantage l'inflation.

Nous prévoyons que le taux directeur demeurera à 5 % jusqu'au milieu de 2024 et que la banque centrale amorcera l'abaissement des taux au troisième trimestre de 2024, ce qui fera baisser le taux de référence à 4,00 % au cours de la prochaine année. Selon nous, le taux des obligations d'État canadiennes à dix ans s'établira à 3,00 % au cours des 12 prochains mois.



Nous prévoyons que le taux des obligations d'État britanniques à dix ans fléchira à 4 % par année d'ici un an, soit légèrement en deçà du taux en vigueur au moment d'écrire ces lignes.

### Royaume-Uni

Nous nous attendons à ce que la Banque d'Angleterre interrompe son cycle de hausse des taux d'intérêt, avant de commencer à réduire son taux directeur au second semestre de l'an prochain. La croissance économique reste lamentable, notamment en raison de la faible demande de l'Europe, principal partenaire commercial du pays, de l'effet modérateur des taux d'intérêt élevés et des restrictions budgétaires. Les dépenses de consommation des ménages et les investissements des entreprises devraient rester médiocres au cours des prochains trimestres, en raison de l'effet retardé du relèvement de 500 points de base des taux d'intérêt depuis décembre 2022.

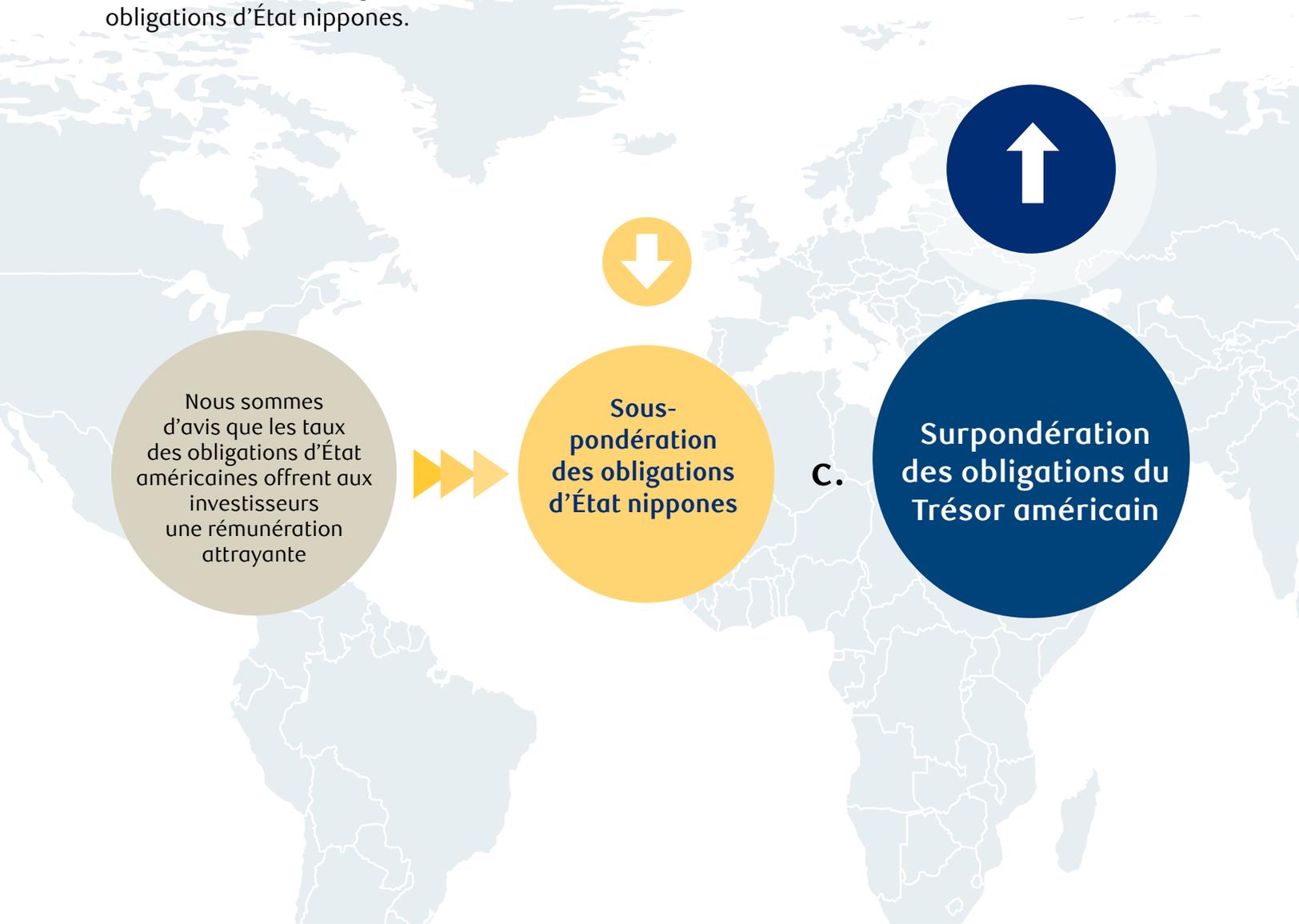
En ce qui concerne l'inflation, les prix ont augmenté de 4,6 % en octobre par rapport à l'an dernier, ce qui représente une décélération marquée par rapport à la hausse de 6,7 % en glissement annuel enregistrée en septembre. Cette décélération a été principalement attribuable à la baisse des prix de l'énergie. L'apaisement des pressions sur les prix renforce les arguments en faveur du maintien en l'état du taux directeur de la Banque d'Angleterre. Toutefois, l'inflation de base, qui exclut les composantes volatiles de l'alimentation et de l'énergie, continue d'augmenter de 5,7 %, un rythme bien supérieur à l'objectif de 2 % de la Banque d'Angleterre. Nous pensons que la stagflation représente un risque bien réel pour le Royaume-Uni. La croissance des salaires demeure très forte, ce qui rendra plus difficile la réduction de l'inflation de sa fourchette actuelle de 5 % à 6 %, à une fourchette de 2 % à 3 %. Compte tenu du risque d'inflation plus élevé que la moyenne, nous pensons que la Banque d'Angleterre conservera une attitude attentiste plus longtemps que la plupart des autres banques centrales, du moins jusqu'à ce que l'économie subisse un ralentissement profond. Nous tablons sur une réduction de 75 points de base du taux directeur de la Banque d'Angleterre, qui passera de 5,25 % actuellement à 4,50 %, et la plus grande partie de cette diminution devrait se produire dans la dernière partie de notre horizon prévisionnel.

Nous prévoyons que le taux des obligations d'État britanniques à dix ans fléchira à 4 % par année d'ici un an, soit légèrement en deçà du taux en vigueur au moment d'écrire ces lignes.



## Perspectives régionales

Nous sommes d'avis que les taux des obligations d'État américaines offrent aux investisseurs une rémunération attrayante, et que le ralentissement de l'économie devrait entraîner une diminution des taux au cours des 12 prochains mois. En revanche, la transition du Japon vers une politique monétaire suivant l'abandon du contrôle de la courbe des taux n'en est qu'à ses balbutiements et nous prévoyons de nouvelles hausses des taux. Nous recommandons donc de surpondérer les obligations du Trésor américain et de sous-pondérer les obligations d'État nippones.



## Prévisions sur 12 mois des taux d'intérêt

Calcul du rendement total : 30 novembre 2023 – 30 novembre 2024

### États-Unis

	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans	Rendement (local)
Base	4,75 %	4,00 %	3,90 %	4,00 %	4,25 %	5,96 %
Var. p. rap. au trim. préc.	0,25 %	(0,10 %)	0,15 %	0,50 %	0,35 %	
Élevé	6,50 %	6,25 %	6,00 %	6,00 %	6,00 %	(2,76 %)
Faible	3,00 %	2,85 %	3,25 %	3,50 %	3,90 %	8,99 %
Rend. total prévu couvert en \$ US : 5,4 %						

### Allemagne

	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans	Rendement (local)
Base	3,00 %	2,50 %	2,25 %	2,50 %	2,85 %	1,60 %
Var. p. rap. au trim. préc.	(0,75 %)	(0,50 %)	(0,50 %)	(0,10 %)	0,35 %	
Élevé	4,50 %	4,00 %	3,75 %	3,60 %	3,60 %	4,78 %
Faible	2,00 %	1,75 %	1,75 %	1,75 %	2,25 %	10,26 %
Rend. total prévu couvert en \$ US : 3,1 %						

### Japon

	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans	Rendement (local)
Base	0,10 %	0,40 %	0,50 %	1,00 %	1,85 %	(1,16 %)
Var. p. rap. au trim. préc.	0,10 %	0,20 %	0,10 %	0,25 %	0,15 %	
Élevé	0,50 %	1,00 %	1,25 %	1,75 %	2,50 %	(9,72 %)
Faible	(0,10 %)	0,01 %	0,25 %	0,50 %	1,40 %	5,41 %
Rend. total prévu couvert en \$ US : 3,6 %						

### Canada

	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans	Rendement (local)
Base	4,00 %	3,30 %	3,10 %	3,00 %	3,20 %	5,72 %
Var. p. rap. au trim. préc.	(0,25 %)	(0,45 %)	(0,15 %)	0,00 %	0,10 %	
Élevé	5,75 %	5,50 %	5,25 %	5,00 %	4,75 %	(4,05 %)
Faible	2,50 %	2,60 %	2,60 %	2,75 %	3,00 %	7,84 %
Rend. total prévu couvert en \$ US : 5,0%						

### Royaume-Uni

	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans	Rendement (local)
Base	4,50 %	4,00 %	3,80 %	4,00 %	4,75 %	4,87 %
Var. p. rap. au trim. préc.	(0,75 %)	(0,75 %)	(0,70 %)	(0,25 %)	0,25 %	
Élevé	6,25 %	6,00 %	5,80 %	5,75 %	5,50 %	(4,63 %)
Faible	3,50 %	3,00 %	2,75 %	3,00 %	4,00 %	13,07 %
Rend. total prévu couvert en \$ US : 4,7 %						

Source : RBC GMA



# Marchés des changes

## Le dollar recommencera à reculer



**Dagmara Fijalkowski, MBA, CFA**

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



**Daniel Mitchell, CFA**

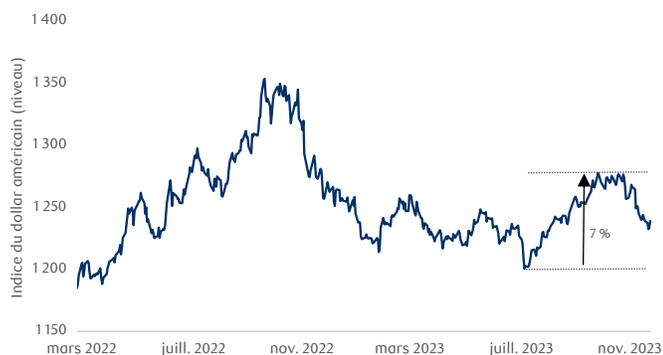
V.-p. et premier gestionnaire de portefeuille  
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

Le dollar américain est resté élevé plus longtemps que prévu. Les éléments favorables au billet vert commencent toutefois à s'estomper et des signes indiquent que les préoccupations budgétaires et le ralentissement de l'économie ont commencé à peser sur la monnaie, qui se situe à plus de 20 % au-dessus de la juste valeur. Au fil de ce processus, nous prévoyons que le dollar cédera du terrain aux principales devises comme l'euro et le yen. Nous sommes relativement plus prudents à l'égard des devises des marchés émergents à court terme, bien qu'elles soient susceptibles, collectivement, de profiter à long terme d'une baisse soutenue du dollar américain.

Le dollar américain s'est apprécié de 7 % entre juillet et octobre (figure 1), enregistrant son sommet pour 2023 au début d'octobre et relançant le débat sur la possibilité qu'il continue de se raffermir. Avant même cette remontée, le

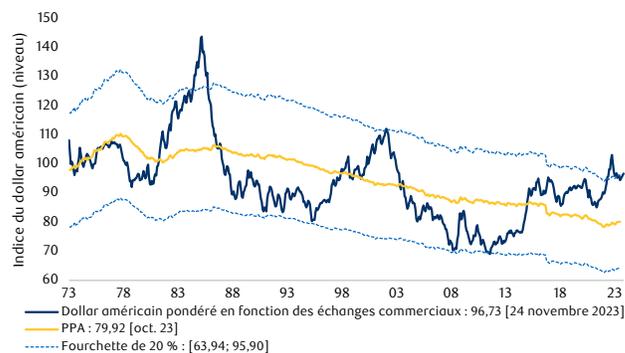
dollar était extrêmement surévalué. Les modèles de parité des pouvoirs d'achat (PPA) indiquent que la monnaie est surévaluée de 21 % après pondération en fonction des échanges (figure 2) et qu'elle demeure chère par rapport à

**Figure 1 : Le dollar américain s'est apprécié à l'automne 2023**



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

**Figure 2 : USD – Évaluation selon la parité des pouvoirs d'achat**



Nota : Utilisation du nouvel indice du dollar américain de la Fed (indice USTWAFE) à compter du 31 décembre 2019. Au 24 novembre 2023. Sources : Réserve fédérale américaine, Bloomberg, RBC GMA

la plupart des devises. Cependant, bon nombre des facteurs qui ont récemment soutenu le dollar s'atténuent. Parmi eux figure la demande liée à la pandémie, car les investisseurs avaient cherché refuge dans les actifs américains de grande qualité. La demande de billets verts a aussi été stimulée par des taux d'intérêt relativement élevés, après qu'une menace inflationniste eut incité la Réserve fédérale américaine (Fed) à hausser les taux d'intérêt davantage que d'autres banques centrales de pays développés. Ces facteurs s'étant dissipés, les niveaux élevés actuels seront difficiles à maintenir. Nous croyons qu'un repli de 10 % à 20 % du billet vert d'ici un an ou deux est beaucoup plus probable qu'une remontée de même ampleur.

Les événements récents et le déclin de la monnaie en novembre corroborent ce point de vue. Le dollar a chuté de 3 % en novembre par suite de faits nouveaux :

1. **Détérioration des données économiques aux États-Unis.** La faiblesse inattendue du marché du travail, des dépenses de consommation et de la production industrielle laisse croire que la surperformance miraculeuse de l'économie américaine par rapport à ses pairs mondiaux devrait diminuer.
2. **Accent accru sur la politique budgétaire.** En raison de la menace d'une nouvelle paralysie du gouvernement au début de novembre, conjuguée au débat sur l'apport d'un soutien à Israël et à l'Ukraine, la politique budgétaire américaine s'est retrouvée à l'avant-scène. Une décennie de dépenses débridées et de réductions d'impôt a considérablement alourdi la dette des États-Unis, et le coût du service de cette dette a monté en flèche en 2023 dans la foulée du relèvement des taux d'intérêt. Les charges d'intérêts annuelles ont grimpé au-delà d'un billion de dollars américains (figure 3). Ce niveau est si manifestement insoutenable que les investisseurs sont devenus méfiants et que les agences de notation semblent sur le point d'abaisser de nouveau la cote de crédit du pays, ce qui nuit à l'impression que les obligations américaines sont les titres les plus sûrs.
3. **Mesures de relance budgétaire en Chine.** Les attentes des investisseurs à l'égard de l'activité économique en Europe et en Chine sont très faibles. Les autorités chinoises semblent maintenant déterminées à soutenir l'économie en assouplissant les conditions monétaires et budgétaires, des mesures qui pourraient endiguer le

**Figure 3 : Dollar américain pondéré en fonction des échanges commerciaux**



Nota : Au 30 septembre 2023. Sources : Bureau of Economic Analysis des États-Unis, RBC GMA

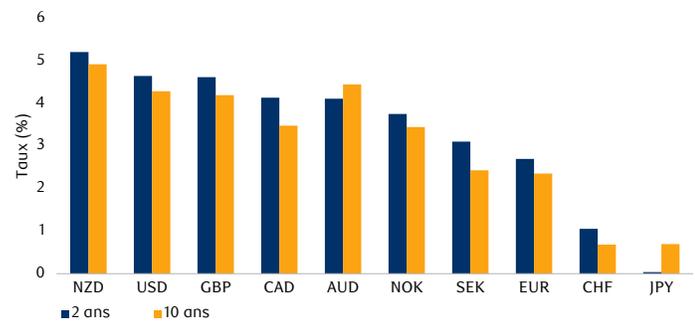


déclin de la croissance et surprendre les investisseurs pessimistes.

Toutefois, pour que les investisseurs puissent véritablement soutenir la liquidation du dollar américain, il leur faudra voir un plus grand dynamisme économique dans le reste du monde plutôt qu'un ralentissement moins prononcé. S'il est vrai qu'un affaiblissement de l'économie américaine tempèrera les perspectives du dollar, l'orientation et l'ampleur des variations du billet vert sont davantage fonction des conditions économiques hors des États-Unis (figure 4). Le dollar a tendance à se replier plus fortement lorsque l'économie mondiale reprend de la vigueur, car l'optimisme économique détourne les capitaux des États-Unis.

Un autre facteur important pour les marchés des changes est la trajectoire des marchés obligataires. L'évolution des devises a tendance à être dictée par les taux relatifs, étant donné que les régions qui offrent des taux d'intérêt plus élevés sont plus susceptibles d'attirer des investissements. Le dollar américain a bénéficié d'un tel afflux de capitaux à la suite du relèvement musclé des taux d'intérêt par la Fed, qui a fait des États-Unis l'une des régions offrant les rendements en revenu les plus élevés parmi les pays développés (figure 5). Un examen plus approfondi de la pente de la courbe de rendement (la différence entre les taux des obligations à court et à long terme) permet de mieux comprendre comment les marchés des changes pourraient se comporter. Les hausses de taux vigoureuses de la Fed au cours de la dernière année ont fait grimper le segment à court terme de la courbe, un contexte généralement appelé « aplatissement baissier ». Lorsque les taux à court terme augmentent au point de provoquer une inversion de la courbe de rendement, comme ce fut le cas au milieu de 2022, les marchés estiment que la Fed a suffisamment resserré sa politique et qu'une récession se profile à l'horizon. Il s'ensuit d'habitude, comme le montre la figure 6, un contexte d'« accentuation haussière », à savoir une chute du segment à court terme de la courbe alors que les banques centrales se hâtent d'assouplir les politiques.

**Figure 5 : Les taux américains figurent parmi les plus élevés du G10**



Nota : Au 7 novembre 2023. Sources : Bloomberg, RBC GMA

**Figure 4 : Rendement hebdomadaire moyen du dollar américain**

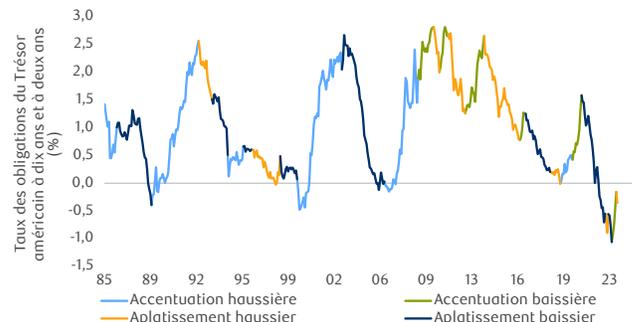
		Prévisions de croissance dans le reste du monde	
		En baisse	En hausse
Variation des prévisions de croissance aux États-Unis	En hausse	0,82 %	-1,27 %
	En baisse	0,57 %	-1,17 %

		% de fois où le dollar américain a faibli	
		En baisse	En hausse
Variation des prévisions de croissance aux États-Unis	En hausse	45 %	80 %
	En baisse	37 %	53 %

Nota : Utilise les données trimestrielles depuis 2002. Au 29 septembre 2023  
Sources : J.P. Morgan, RBC GMA

**Figure 6 : Formes de la courbe de rendement aux États-Unis**



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

Comme la Fed semble avoir terminé son cycle de hausse des taux, nous prévoyons un tel changement sur le marché obligataire. Cette transition soutient notre pessimisme à l'égard du dollar, puisque l'accroissement haussier s'est avéré être le contexte le plus défavorable au billet vert (figure 7). Bien que les investisseurs soient susceptibles d'exiger des taux d'intérêt à long terme plus élevés en contrepartie du risque de crédit accru lié aux lourds déficits budgétaires, ce sont généralement les taux à court terme qui influencent davantage les flux de capitaux sur les vastes marchés des changes, où 7 billions de dollars américains sont échangés chaque jour.

Compte tenu de la mesure dans laquelle les monnaies des marchés émergents se sont déjà raffermies, nous prévoyons que les devises des grands pays développés seront les principaux bénéficiaires de la chute initiale du dollar au cours de la prochaine année. Nous nous attendons à ce que les monnaies des marchés émergents reprennent leur ascension lorsque le marché baissier du dollar américain s'enracinera et que la croissance économique mondiale se redressera.

### Marchés émergents

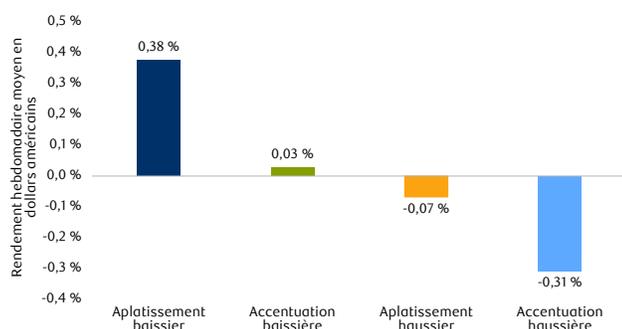
Les devises des marchés émergents ont mieux tenu le coup que ce que la plupart des investisseurs avaient prévu à la suite du relèvement accéléré des taux par la Fed au cours des 18 derniers mois. Le groupe a dégagé des rendements totaux de 18 % depuis que le dollar américain a atteint son sommet en septembre 2022, surpassant les devises du G10 de 8 points de pourcentage en moyenne (figure 8). La vigueur de ces

gains s'explique en grande partie par la hausse des taux dans les économies en développement, les banques centrales des pays émergents ayant augmenté les taux encore plus rapidement que la Fed. Les taux réels, soit les taux d'intérêt corrigés de l'inflation, semblent particulièrement attrayants pour les investisseurs maintenant que l'inflation dans les marchés émergents a ralenti. Bien que les investisseurs aient délaissé les devises des marchés émergents au cours de l'été, les sorties de capitaux auraient probablement été bien pires sans l'attrait des taux réels positifs.

Conscientes de l'inflation, les banques centrales des pays émergents ont été particulièrement sensibles au risque qu'une devise faible accentue encore le prix des marchandises importées. En plus de maintenir les taux d'intérêt à un niveau élevé, bon nombre d'entre elles ont aussi soutenu leur monnaie par des achats directs. Plusieurs pays asiatiques, parmi lesquels certains des plus importants détenteurs de dollars américains, ont utilisé leur influence pour prévenir un fléchissement perturbateur des devises. Ces mesures ont eu un effet stabilisateur sur l'ensemble du marché des changes et ont limité le potentiel d'appréciation du billet vert.

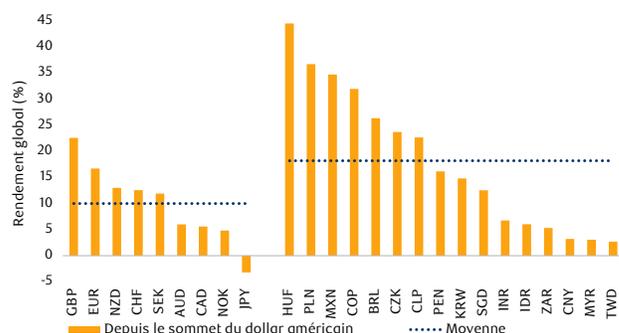
Parmi les autres facteurs favorables aux monnaies des marchés émergents, notons le fait que les taux de change tiennent déjà compte d'un risque géopolitique important, que les taux aux États-Unis pourraient baisser, que la diminution des prix du pétrole aide les importateurs d'énergie et que le marché est déjà positionné de façon défensive.

**Figure 7 : Rendement en dollars américains selon diverses formes des courbes de rendement**



Nota : Au 24 novembre 2023. Sources : Bloomberg, RBC GMA

**Figure 8 : Rendement des devises des pays développés et des marchés émergents**



Nota : Données au 28 septembre 2022. Au 28 novembre 2023. Sources : Bloomberg, RBC GMA.

Certains facteurs pourraient amener les investisseurs à modérer leur optimisme à l'égard des devises des marchés émergents. Parmi eux figurent un ralentissement économique mondial et les valorisations qui ne sont plus aussi bon marché qu'au milieu de 2021. En outre, plusieurs banques centrales de pays émergents ont commencé à laisser entrevoir des baisses de taux, ce qui pourrait menacer les rendements en revenu supérieurs qui ont été l'un des principaux facteurs de soutien des devises des marchés émergents.

Ainsi, bien que nous nous attendions à ce que le repli du dollar américain profite aux devises des marchés émergents à long terme, nos perspectives à court terme sont plus équilibrées. Nous soupçonnons que les devises des pays émergents pourraient accuser un retard sur leurs homologues des pays développés, car un essoufflement économique aux États-Unis fait d'abord reculer le billet vert. Toutefois, à mesure que le marché baissier du dollar américain s'enracinera, les taux de change des marchés émergents reprendront de la vigueur.

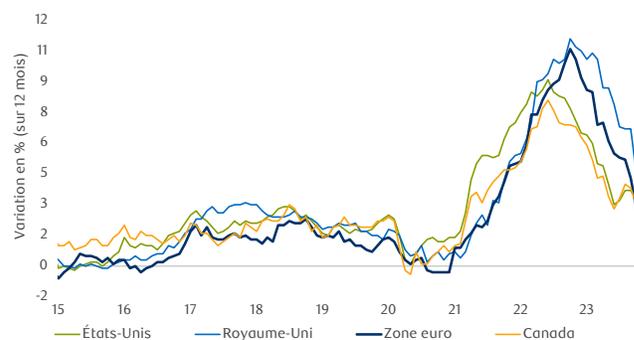
### L'euro

Les problèmes macroéconomiques de l'Europe sont évidents : deux guerres se déroulent à ses portes, l'économie est en perte de vitesse et les stocks d'énergie pourraient être menacés en cas d'hiver rigoureux. La chute relativement rapide des prix des biens et des services (figure 9), bien que favorable aux consommateurs, pourrait aussi constituer un défi pour la monnaie unique, car elle accroît la probabilité que la Banque centrale européenne (BCE) réduise les taux plus tôt que la Fed. Voilà pourquoi la confiance des investisseurs à l'égard de l'Europe s'est détériorée.

Un examen plus attentif montre toutefois que les principales mesures de la confiance des entreprises, y compris les indices des directeurs d'achats, se sont stabilisées, signe que le pire est peut-être passé pour l'Europe. De plus, les surprises économiques laissant entrevoir une amélioration des perspectives sont plus fréquentes en Europe ces temps-ci, contrairement aux données semblables des États-Unis (figure 10). Le récent repli des données américaines a fait baisser le taux des obligations américaines à dix ans de 30 points de base de plus que le taux des obligations allemandes. Par conséquent, l'euro a grimpé à 1,10 \$ US au 30 novembre, alors qu'il se situait à 1,045 \$ US au début d'octobre.

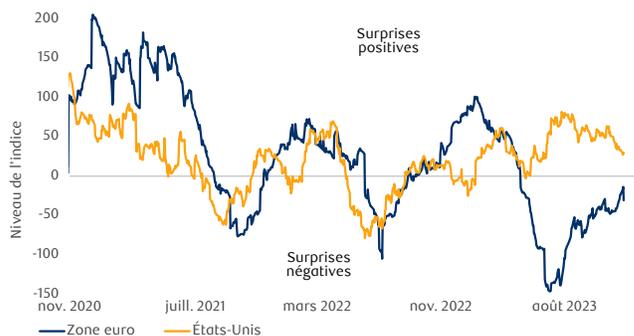
Le déclin de l'inflation en Europe donne aussi un coup de pouce aux consommateurs, étant donné que les augmentations salariales sont généralement plus tenaces en Europe que dans d'autres régions. Les économistes s'attendent à ce que l'inflation ralentisse malgré une hausse continue des salaires, ce qui améliorera le pouvoir d'achat et le niveau de vie des Européens.

**Figure 9 : L'inflation chute plus rapidement en Europe que dans d'autres régions**



Nota : Au 30 novembre 2023. Sources : Bureau of Labor Statistics des États-Unis, Office of National Statistics (ONS) du R.-U., Eurostats, Statistique Canada, RBC GMA

**Figure 10 : Amélioration des données inattendues en Europe**

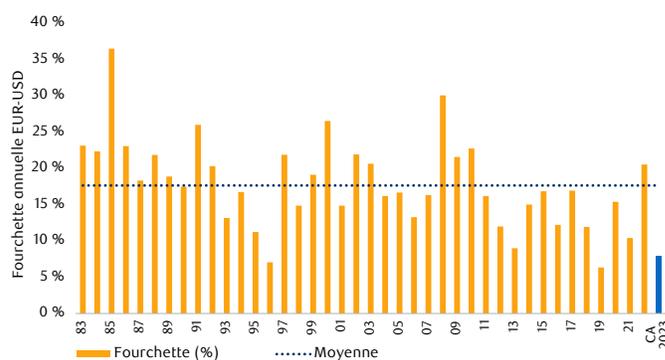


Nota : Au 30 novembre 2023. Sources : Citi, RBC GMA

Le dernier facteur qui bloque l'euro est le rapatriement attendu des 4 billions d'euros investis à l'étranger entre 2014 et 2022, alors que la BCE avait imposé des taux d'intérêt négatifs aux épargnants européens. Seule une fraction de cet argent est revenue en Europe. Cependant, les taux d'intérêt à court terme étant supérieurs de 4,5 points de pourcentage à ce qu'ils étaient il y a 18 mois, nous prévoyons une demande d'euros progressive et persistante alors que ces fonds reviendront au bercail. Cette évolution de la répartition s'accélérera à mesure que les perspectives économiques de l'Europe s'amélioreront par rapport à celles des États-Unis.

Notre prévision de 1,21 \$ US pour l'euro sous-entend une appréciation de 10 % de la monnaie en 2024. Cette hausse peut sembler exagérée par rapport à l'étroite fourchette de négociation de la devise au cours de la dernière année. Toutefois, elle est modeste par rapport aux fluctuations habituelles du marché des changes et à la fourchette annuelle moyenne de l'euro, qui a été de 18 % au cours des quatre dernières décennies (figure 11). L'incidence positive d'une dépréciation généralisée du dollar américain contribuera à la reprise de l'euro, qui devrait donc terminer l'année en hausse, même en l'absence de perspectives économiques prometteuses en Europe.

**Figure 11 : L'euro se négocie dans une fourchette étroite d'un point de vue historique**



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

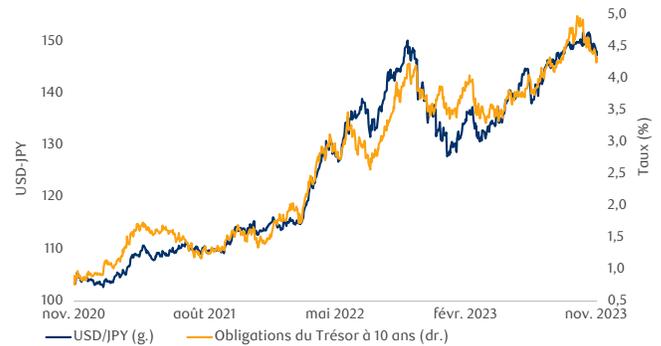


## Le yen

Le yen s’est négocié comme on pouvait s’y attendre compte tenu de l’évolution des taux obligataires (figure 12) : il s’est affaibli à mesure que la Fed a relevé les taux, tandis que la Banque du Japon maintenait obstinément sa position. Le repli a été limité par la menace d’une intervention du ministère des Finances, qui a averti qu’il pourrait acheter des yens pour parer à un déclin excessif. En réalité, une intervention ne pourrait guère ralentir les mouvements de capitaux massifs visant à tirer parti des écarts de taux historiquement élevés entre le Japon et le reste du monde. Les investisseurs en obligations mondiales ont boudé le Japon pour obtenir de meilleurs rendements ailleurs. En outre, les retraits de fonds des investisseurs se poursuivent au Japon à un rythme jamais vu depuis des décennies, surpassant même les solides recettes du pays provenant des actifs détenus à l’étranger.

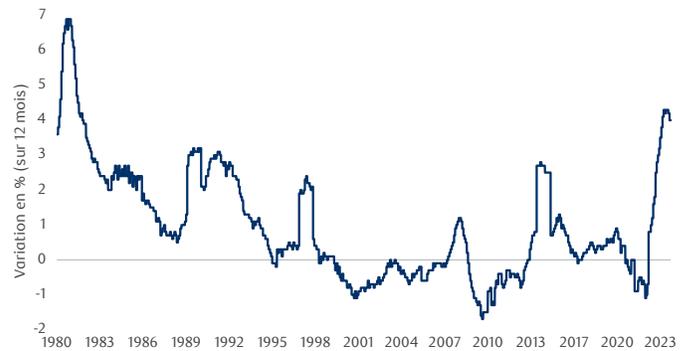
L’attitude à l’égard du yen ne changera que lorsque l’écart défavorable des taux d’intérêt du Japon se rétrécira, ce qui pourrait se produire sous l’effet de deux facteurs. Le premier est une réduction des taux d’intérêt par les banques centrales d’autres pays développés et le second, un resserrement de la politique monétaire par la Banque du Japon. Ces deux scénarios nous paraissent plausibles au cours des douze prochains mois, en particulier le second, puisque les salaires augmentent à un rythme soutenu au Japon et que l’inflation de base a atteint ses plus hauts niveaux depuis le début des années 1980 (figure 13). Notre prévision de 130 yens par dollar, par rapport à un taux actuel d’environ 147, signifie que le yen sera l’une des devises les plus performantes en 2024. Cette prévision se fonde en grande partie sur la faiblesse du dollar américain et sur un changement de cap de la Banque du Japon à l’égard des taux d’intérêt.

**Figure 12 : Le taux de change USD-JPY suit de près les taux américains**



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

**Figure 13 : L’inflation de base japonaise se situe à des sommets inégalés depuis plusieurs décennies**



Nota : Au 30 novembre 2023. Sources : Ministère des Affaires intérieures et des Communications du Japon, RBC GMA



## Le dollar canadien

Nos perspectives à long terme pour le dollar canadien sont optimistes et semblables à celles pour les marchés émergents. Toutefois, le huard pourrait rencontrer des difficultés à court terme.

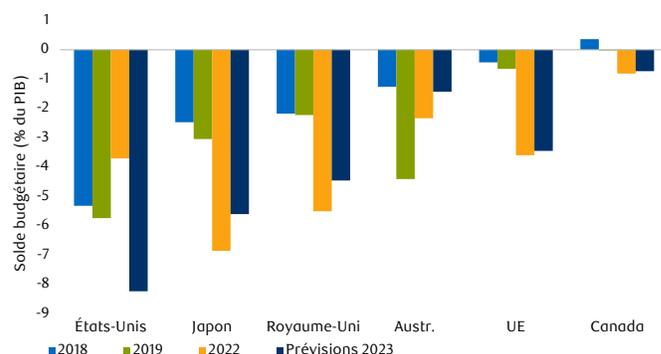
Les perspectives à long terme reposent sur nos prévisions d'une dépréciation soutenue du dollar américain et sur de solides facteurs sociaux et économiques qui favoriseront la demande de dollars canadiens. Parmi ces facteurs, citons le caractère inclusif de la société canadienne, le système bancaire robuste et les ressources naturelles abondantes, qui font du Canada une destination attrayante pour les immigrants et les investisseurs à long terme. Nous pourrions aussi considérer l'orientation budgétaire prudente du Canada par rapport aux autres grandes économies développées (figure 14). L'accélération de l'immigration, bien que de plus en plus critiquée pour son incidence perçue sur les prix immobiliers et les loyers (figure 15), stimulera la capacité de production du pays au cours des prochaines décennies.

Deux raisons expliquent notre scepticisme à court terme. Premièrement, un ralentissement cyclique aux États-Unis pèsera sur l'économie canadienne, qui achemine 70 % de ses exportations vers son voisin du Sud. Une éventuelle diminution des prix du pétrole sous l'effet d'un repli de la demande mondiale d'énergie ébranlerait également la confiance envers une monnaie qui est liée aux cours de l'or noir, bien que dans une moindre mesure qu'auparavant.

Deuxièmement, les ménages canadiens ont des ressources financières limitées et l'incidence de la hausse des taux d'intérêt continuera de se faire sentir bien après la dernière hausse des taux de la Banque du Canada. Nous ne nous attendons pas à un effondrement imminent des prix de l'immobilier, étant donné que l'immigration continue de soutenir la demande de logements. Nous croyons plutôt que la hausse du coût du service de la dette érodera le revenu disponible et réduira donc la demande d'autres biens et services.

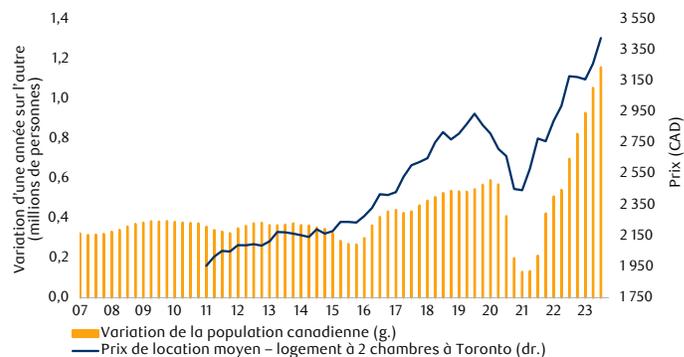
Ces facteurs ne nous empêchent pas de prévoir une appréciation du dollar canadien au cours de la prochaine année. Notre prévision sur douze mois, qui est de 1,27 \$ par

Figure 14 : La situation budgétaire du Canada est plus solide que celle de ses pairs



Nota : Au 31 décembre 2022. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Figure 15 : L'immigration fait grimper les prix des loyers



Nota : Au 31 octobre 2023. Sources : Statistique Canada, Toronto Real Estate Board, RBC GMA

dollar américain, tente de faire abstraction des prochains mois, puisqu'un repli généralisé du dollar américain est attendu au cours de l'année à venir. Nous nous attendons cependant à ce que le huard cède du terrain à d'autres grandes monnaies comme l'euro et le yen en 2024, tandis qu'il devrait mieux se comporter que la livre sterling.

### La livre sterling

La livre sterling a dégagé un rendement total de 10 % par rapport au dollar jusqu'à présent en 2023 et a figuré au premier rang des devises des marchés développés au cours de cette période. Nous avons été surpris par l'ampleur des gains de la livre sterling, puisque cette dernière était, outre le dollar américain, la devise du G10 qui nous plaisait le moins. Comme le rebond de la devise après de fortes baisses en 2022 représente un renversement du pessimisme des investisseurs, il est peu probable qu'il se répète.

À notre avis, la monnaie sera à la traîne de celles des autres marchés développés, étant donné que le pays est aux prises avec une hausse du chômage, une inflation persistante et des taux d'intérêt réel inférieurs à ceux de ses pairs (figure 16). La livre se distingue également par le fait qu'elle figure parmi la minorité de devises qui ne sont pas considérablement sous-évaluées par rapport au dollar américain (figure 17). À 1,27 \$ US, la devise n'est que légèrement bon marché selon les modèles d'évaluation. Elle deviendra probablement surévaluée lorsque sa juste valeur diminuera en réaction à une forte baisse du pouvoir d'achat imputable à l'inflation élevée. Nous prévoyons que la livre sterling grimpera à 1,31 \$ US au cours des douze prochains mois, ne profitant que modestement de la faiblesse généralisée du dollar américain.

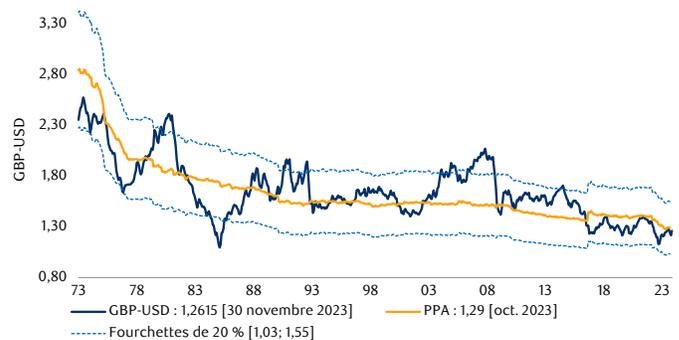


**Figure 16 : Rendements réels sur 5 ans au R.-U. par rapport aux autres marchés développés**



Nota : Le rendement des MD est le rendement réel moyen sur cinq ans pour l'USD, l'EUR, le JPY, le SEK, l'AUD, le CAD. Au 30 novembre 2023. Sources : Macrobond, RBC GMA

**Figure 17 : GBP-USD – Évaluation selon la parité des pouvoirs d'achat**



Nota : Au 30 novembre 2023. PPA = Parité des pouvoirs d'achat Sources : Bloomberg, RBC GMA



## Perspectives régionales – États-Unis



**Brad Willock, CFA**

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

Le marché boursier américain, représenté par l'indice S&P 500, s'est fortement redressé, après un démarrage difficile, pour clôturer en hausse de 1,7 % la période de trois mois terminée le 30 novembre 2023. Les actions ont cédé jusqu'à 8 % à la fin d'octobre, mais une inflation plus faible que prévu a déclenché une diminution des taux obligataires et une reprise généralisée en novembre, qui s'est traduite par le quatrième rendement mensuel en importance depuis 12 ans. Les secteurs sensibles aux taux d'intérêt et axés sur la croissance ont mené le bal. Les technologies de l'information, les services de communications et la finance ont surpassé l'indice, tandis que les secteurs défensifs ont continué de tirer de l'arrière, notamment les sociétés de services publics, les vendeurs de biens de consommation de base et les fournisseurs de soins de santé. Le secteur énergétique est arrivé en queue de peloton, étant donné que le prix du pétrole brut a chuté de 22 % par rapport à son sommet de la fin de septembre. À l'évidence, l'opinion répandue selon laquelle une récession était imminente a perdu du terrain, et les investisseurs semblent avoir conclu qu'un atterrissage en douceur de l'économie est l'issue la plus probable.

Commençons notre examen par une vue d'ensemble. L'économie a été incroyablement résiliente, progressant à un rythme supérieur à la moyenne historique au cours des trois premiers trimestres de l'année, même si le taux directeur a atteint son niveau le plus haut en plus de vingt ans. Dans

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

La hausse des taux d'intérêt fait généralement baisser les dépenses de consommation, car elle entraîne un relèvement des coûts d'emprunt qui freine la demande de biens importants (maisons, véhicules, etc.). Ce cycle a toutefois été différent de la norme. Les mesures de relance économique et les taux d'intérêt nuls pendant la pandémie de COVID-19 ont avantagé de nombreux consommateurs. À la fin de 2022, le ratio du service de la dette de la plupart des consommateurs s'établissait à son plus bas niveau en 30 ans, tandis que le ratio dette/revenu était le plus bas en 20 ans. Les ménages disposent toujours d'une épargne exceptionnellement élevée et, contrairement à 2007, les propriétaires affichent une valeur nette considérable sur leurs propriétés. La situation financière des ménages joue un rôle important dans la résilience des consommateurs américains, et la souplesse financière demeure favorable.



Les derniers éléments de la vue d'ensemble ont trait au mandat de la Réserve fédérale américaine (Fed), soit l'inflation, les marchés du travail et les taux d'intérêt. L'inflation semble en recul. Les pressions exercées sur les chaînes logistiques se sont atténuées et les prix des biens sont en fait en baisse. Dans le secteur des services, le marché de l'emploi semble moins tendu. Les sondages font ressortir un ralentissement du marché de l'emploi, comme en témoigne le fait que moins de personnes quittent leur emploi, étant donné qu'il est plus difficile d'en trouver un autre. Signalons toutefois que le nombre des demandes de prestations de chômage est faible et que le taux de chômage demeure inférieur à 4 %, malgré une légère hausse.

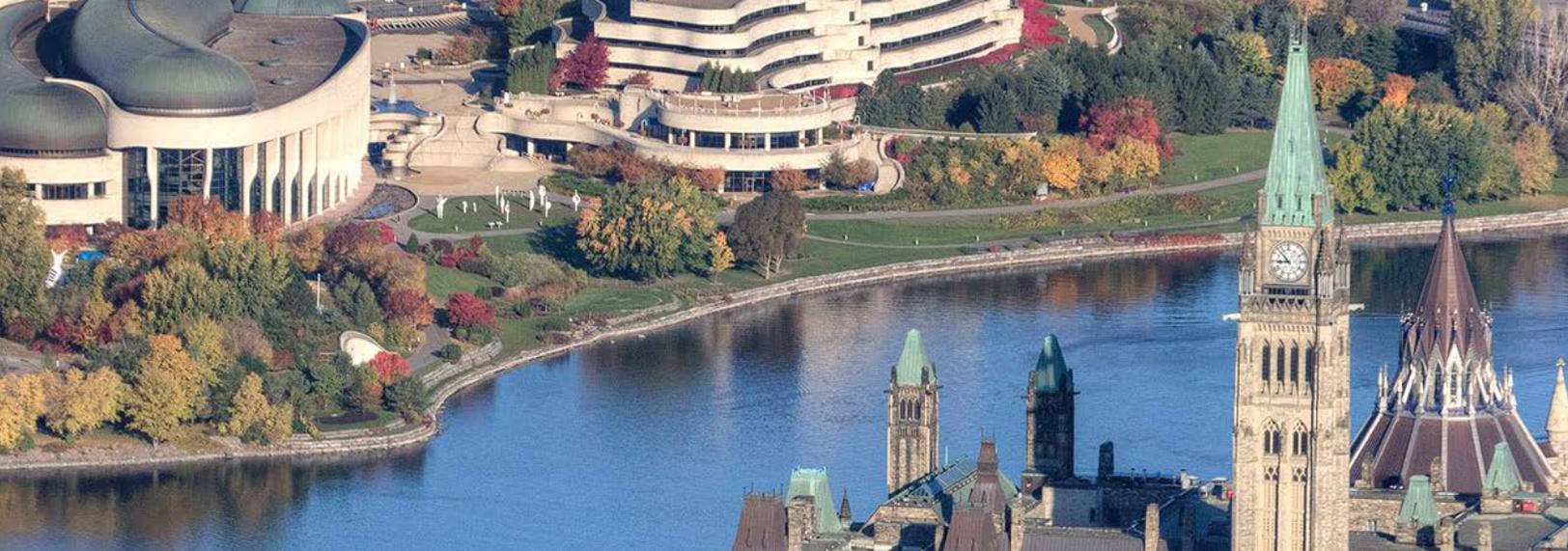
À notre avis, le marché de l'emploi, qui était extrêmement serré, revient à un niveau plus normal. Ce changement est plus évident en ce qui concerne les emplois peu qualifiés des services, où la croissance des salaires est passée d'environ 9 % à 4 % au cours des 18 derniers mois. La Fed a relevé les taux de 5,25 points de pourcentage en 20 mois, et les conditions financières se sont resserrées. La demande et l'offre de crédit diminuent, les taux de défaillance à l'égard des cartes de crédit et des prêts-autos ont augmenté, et l'activité du marché du logement a considérablement ralenti. L'économie devrait ralentir au cours du présent trimestre et au premier semestre de 2024, ce qui, à notre avis, signifie que la Fed a probablement fini de relever les taux pour ce cycle. Si les décideurs restent patients, l'inflation continuera probablement de s'estomper à mesure que l'économie ralentira et que les ménages et les entreprises s'adapteront lentement au coût plus élevé de l'argent.

Examinons maintenant les perspectives des sociétés. De façon générale, les bénéfices par action des sociétés composant l'indice S&P 500 devraient progresser de 1 % à 2 % cette année. Toutefois, si l'on fait abstraction du secteur de l'énergie, les BPA augmenteront probablement de 5 % à 7 %. Au troisième trimestre, les marges bénéficiaires (exclusion faite de l'énergie) se sont élevées à 12 %, près du sommet de 2018 atteint avant la pandémie et à moins d'un point en deçà du record de 2021. Les marges de trésorerie disponible ont aussi été de 12 % au cours de la période, et celles du secteur des technologies de l'information ont été

deux fois plus élevées. Signalons que plus de la moitié des sociétés ont fait état d'une hausse des marges bénéficiaires et que la croissance des bénéfices a surpassé la croissance des revenus pour la première fois en deux ans. Les analystes s'attendent à une croissance des BPA de 4,5 % pour le trimestre en cours et de 10 % l'an prochain. Bien que ces prévisions puissent sembler exagérément optimistes, une croissance de 10 % est en fait inférieure à celle que les bénéfices affichent souvent pour une année donnée.

Comme ce fut le cas pendant toute l'année, le rendement de l'indice a été dynamisé par les sept plus importantes sociétés qui le composent, appelées les « sept magnifiques ». Ce groupe, qui comprend Microsoft, Apple et Nvidia dans le secteur des technologies de l'information, Google et Meta dans les services de communications ainsi qu'Amazon et Tesla dans la consommation discrétionnaire, représente désormais près de 30 % de la capitalisation boursière de l'indice S&P 500. La valeur de marché pour l'ensemble du groupe a augmenté de 70 % depuis le début de l'année et les actions se négocient à environ 30 fois les bénéfices prévisionnels, tandis que les 493 autres titres de l'indice n'ont progressé que de 6 % et se négocient à 16 fois les bénéfices. Les analystes s'attendent à ce que les « sept magnifiques » affichent une croissance plus rapide que les autres titres de l'indice au chapitre des revenus (11 % contre 3 %) et des bénéfices (19 % contre 10 %). La combinaison de ces éléments montre que les attentes à l'égard des « sept magnifiques » sont élevées et que le rapport risque-rendement favorise l'affectation de capitaux supplémentaires à d'autres sociétés de l'indice S&P 500.

Cela nous amène à observer la situation actuelle. L'indice S&P 500, qui se situe à près de 4 570 points, a progressé d'environ 21 % cette année et se négocie à 19 fois les prévisions générales de bénéfices sur 12 mois, pour un bénéfice total de 245 \$ US de l'indice S&P 500. Nous croyons que les investisseurs boursiers tablent sur un atterrissage en douceur, ce qui semble être le résultat le plus probable, mais il existe d'autres possibilités. Nous avons rééquilibré nos portefeuilles, augmenté la pondération du secteur de la finance et de certains secteurs défensifs pour tenir compte de l'incertitude inhabituellement élevée des perspectives.



## Perspectives régionales – Canada



**Sarah Neilson, CFA**

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



**Irene Fernando, CFA**

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

L'indice de référence des actions canadiennes, l'indice composé S&P/TSX, a vu son rendement global chuter de 0,6 % au cours de la période de trois mois terminée le 30 novembre 2023. L'indice a stagné en dollars américains, et a tiré de l'arrière par rapport aux indices S&P 500 et MSCI Monde, qui ont progressé de 1,7 % et de 1,6 %, respectivement. Au cours de la période de 12 mois terminée le 30 novembre, le rendement inférieur du S&P/TSX par rapport aux marchés mondiaux a été plus prononcé. L'indice S&P/TSX a avancé de 1,4 % en dollars américains au cours de la dernière année, tandis que l'indice S&P 500 a bondi de 13,8 %. Le rendement inférieur du Canada s'explique par la composition sectorielle des deux marchés ; le marché boursier américain a été soutenu par sept titres de sociétés technologiques à grande capitalisation qui représentaient, à un moment donné, 28 % de l'indice S&P 500. Tous ces titres ont enregistré de très solides rendements grâce en partie à l'optimisme suscité par leur exposition à l'intelligence artificielle. Au Canada aussi, le secteur des technologies de l'information a été le plus performant, mais il ne représente que 7 % de l'indice. En octobre, les actions ont fléchi dans un contexte de craintes à l'égard de l'économie, après que les taux des obligations d'État canadiennes et américaines à 10 ans aient grimpé à leurs plus hauts niveaux depuis la crise financière, il y a 16 ans. Les taux obligataires se sont repliés en novembre et les actions canadiennes ont rebondi de 7,5 % au cours du mois, stimulées par les robustes bénéfices des sociétés.

L'inflation continue de ralentir, mais reste supérieure aux cibles fixées par les banques centrales. La baisse des prix de l'essence, qui a contribué à faire reculer l'inflation à 3,1 % au Canada, a été contrebalancée en partie par les coûts de logement, qui ont augmenté en raison de la hausse des taux hypothécaires et des loyers. La Banque du Canada a maintenu son taux directeur à 5 % en octobre, signalant que le relèvement rapide des taux d'intérêt à long terme avait causé un resserrement des conditions financières et devrait contribuer à ralentir la croissance économique. La banque centrale prévoit que l'inflation restera proche de 3 % au cours des deux prochaines années, compte tenu du resserrement persistant du marché de l'emploi et de la hausse des prix de l'énergie et du logement. Outre les tensions inflationnistes, le Canada a vu 1,2 million de personnes s'ajouter à sa population au cours de la dernière année, ce qui a contribué à la hausse des dépenses de consommation et de la demande de logements.

Les données économiques continuent de se dégrader au Canada et de nombreux prévisionnistes s'attendent à ce que l'économie tombe en récession l'an prochain. Les prévisions de croissance tiennent compte de l'effet retardé du resserrement des conditions financières ; ainsi, le PIB du Canada devrait croître de seulement 0,6 % en 2024, comparativement à une croissance prévue de 1,2 % aux États-Unis. La Banque du Canada a aussi réduit sa prévision de croissance pour 2024, faisant valoir un recul des dépenses



Le relèvement rapide des taux d'intérêt continue de peser sur les actions des secteurs de l'immobilier, des services publics et des services de communication. Le secteur de la finance, dominé par les grandes banques, a reculé, car les investisseurs craignent toujours que les répercussions négatives de la hausse des taux d'intérêt sur les perspectives économiques obligent les banques à accroître leurs provisions pour pertes sur prêts.

Les prévisions de bénéfices du S&P/TSX pour 2023 tiennent compte d'un repli de 5 % par rapport à l'année précédente, principalement imputable à la baisse des prix des produits de base et au recul des bénéfices des banques. Les investisseurs s'attendent à ce que la croissance des bénéfices remonte à 10 % l'an prochain, étant donné que les résultats financiers s'améliorent dans les secteurs de la finance, de l'énergie et des matières. Ce scénario se révélera probablement trop optimiste en cas de récession. L'indice S&P/TSX se négocie actuellement à 12,9 fois les bénéfices prévisionnels, en deçà de sa moyenne à long terme de 14,5, et la valorisation des principaux secteurs de l'indice est inférieure à leurs moyennes historiques. Compte tenu des différences dans la composition du marché, l'indice S&P/TSX se négocie à un ratio bien inférieur à celui de l'indice S&P 500, une situation qui devrait persister.

Les titres des six grandes banques se négocient actuellement à 10 fois les bénéfices prévisionnels, ce qui représente une baisse de 10 % par rapport à la moyenne historique et une diminution notable des attentes depuis mai 2022. Les estimations des analystes concernant les bénéfices des banques l'an prochain ont diminué de 14 % depuis le début de l'année, ce qui témoigne de l'incidence considérable du relèvement des taux d'intérêt sur leurs modèles d'affaires. Le contexte d'exploitation actuel est marqué par la baisse de la demande de prêts, l'augmentation des coûts de financement, l'augmentation des dépenses et des provisions pour pertes sur prêts. Les prévisions générales tablent sur un BPA stable au cours de l'exercice 2024, qui sera suivi d'une croissance de 5 % l'année suivante. Ces projections prévoient un retour des pertes sur prêts aux niveaux d'avant la pandémie, mais supposent que l'économie évitera une récession.

Le principal défi est celui des consommateurs canadiens qui sont confrontés à des taux d'intérêt plus élevés ; en effet, de nombreux propriétaires pourraient avoir du mal

à rembourser leur emprunt hypothécaire lorsque celui-ci sera refinancé au cours des deux prochaines années. Les organismes de réglementation obligent les banques à conserver des niveaux élevés de capitaux propres, ce qui pourrait entraver la croissance. La possibilité d'un atterrissage en douceur de l'économie pourrait favoriser les actions des banques, mais ce secteur est susceptible de se négocier à des cours inférieurs aux normes historiques, compte tenu des piètres perspectives de croissance des BPA.

Les actions du secteur canadien de l'énergie ont fait du surplace ces trois derniers mois et sont demeurées solides, les investisseurs ayant profité de la vigueur des flux de trésorerie du secteur en raison d'une chute de 15 % des prix du pétrole brut. La demande mondiale de brut s'est finalement rétablie du ralentissement économique lié à la COVID-19, de même que l'offre, ce qui a permis d'équilibrer le marché. Les prix sont aussi soutenus par les réductions de production annoncées plus tôt cette année par l'OPEP. Dans un scénario de récession, la demande de pétrole brut est susceptible de diminuer et les prix baisseront vraisemblablement. Les producteurs d'énergie ont tiré parti de prix du baril de pétrole supérieurs à 75 \$ US, et ils ont utilisé cet argent pour réduire leurs dettes, bonifier les rachats d'actions et majorer les dividendes. Nous nous attendons à l'entrée en service de deux grands systèmes d'infrastructure énergétique d'ici le milieu de 2024, soit l'installation d'exportation de LNG Canada de 48 milliards de dollars en Colombie-Britannique, un complexe dirigé par Shell qui prépare les expéditions de gaz naturel liquéfié canadien vers l'Asie, et l'expansion de l'oléoduc Trans Mountain du gouvernement fédéral pour 31 milliards de dollars, qui transportera du pétrole brut canadien de l'Alberta à la côte ouest. Ces projets devraient stimuler la demande de ressources pétrolières du pays et pourraient encourager une consolidation entre les producteurs qui tentent d'immobiliser des ressources.

Les prix de l'once d'or ont récemment bondi au-dessus de 2 000 \$ US en novembre, dans un contexte de diminution des taux des obligations du Trésor et de faiblesse du billet vert, d'abaissement de plus en plus probable des taux d'intérêt l'an prochain et de turbulences géopolitiques. Selon nous, les sociétés liées à l'or, qui représentent près de 7 % de l'indice S&P/TSX, ne reflètent pas entièrement la hausse récente des prix.



## Perspectives régionales – Europe



**David Lambert**

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

Le recul des actions au cours de l'été a réduit les valorisations boursières à des niveaux que nous jugeons raisonnablement attrayants et qui sont habituellement suivis d'un redressement des titres de valeur. À leur creux, la majorité des actions européennes se négociaient près de leurs plus bas niveaux en dix ans selon le ratio cours/valeur comptable. Malgré leur solide remontée depuis le début de novembre, les valorisations boursières en Europe demeurent peu élevées.

Le caractère bon marché des titres de valeur pose un dilemme aux investisseurs, compte tenu du ralentissement de l'économie européenne. La proportion d'actions dont les cours sont historiquement bas atteint généralement un sommet au moment d'un ralentissement économique, et non pas avant ce ralentissement, et la situation actuelle indique que les valorisations boursières pourraient subir des pressions accrues si la contraction de l'économie s'accroît.

Le stade avancé du cycle économique donne à penser que nous privilégions les actions dont le rendement du capital est élevé et stable, soit les actions « de qualité ». Toutefois, ces actions « sûres » comportent un risque légèrement plus grand, étant donné que leurs valorisations sont élevées par rapport aux actions « bon marché ». L'écart de valorisation entre les titres de qualité et les titres de valeur n'est pas aussi important qu'au début de 2022, mais il demeure élevé si l'on se réfère aux 40 dernières années. Dans ce contexte,

nous pensons que la sélection des actions devrait passer au premier plan, car nous devons trouver le juste équilibre entre les actions de valeur, de qualité et de momentum.

L'achat des seuls titres de valeur est dangereux lorsque les taux d'intérêt viennent d'augmenter fortement et que le potentiel de ralentissement économique s'accroît. De nombreuses actions sont bon marché parce qu'elles reflètent le risque d'un endettement élevé et la probabilité d'une compression des marges bénéficiaires en cas de chute des revenus. Nous constatons qu'en Europe, seulement 42 % des actions du quintile le moins cher disposent de flux de trésorerie suffisants pour couvrir les bénéfices avant intérêts et impôts (le ratio de couverture des charges fixes).

Dans un contexte de taux d'intérêt peu élevés, l'écart de financement aurait pu être comblé assez facilement par l'accès à un crédit bon marché. Toutefois, si cette option est menacée ou hors de portée, le recours aux marchés boursiers peut être l'unique moyen pour ces sociétés de mobiliser des capitaux. Même les sociétés de croissance dont les valorisations sont principalement fondées sur les flux de trésorerie futurs ne représentent plus la poule d'or qu'elles ont été au cours des 15 dernières années. Nous devons faire preuve de plus de discernement dans le choix des actions que nous achetons et veiller à ne pas nous exposer de façon exagérée à un secteur donné.



En Europe, les indicateurs avancés ont reculé en octobre pour un cinquième mois de suite, ce qui laisse entrevoir la menace d'une récession imminente. Dans un tel contexte, la meilleure chose que les investisseurs puissent faire est souvent de miser sur les actions de valeur de sociétés à grande capitalisation et de grande qualité. Investir dans des entreprises dont les rendements sont élevés et stables, qui sont en mesure d'accroître leur actif, est généralement une stratégie gagnante sur le long terme, à condition que la valorisation procure une marge de sécurité. Cependant, les valorisations de ces types d'actions ont grimpé en flèche depuis la crise financière mondiale, il y a 15 ans, éliminant une grande partie de cette marge de sécurité.

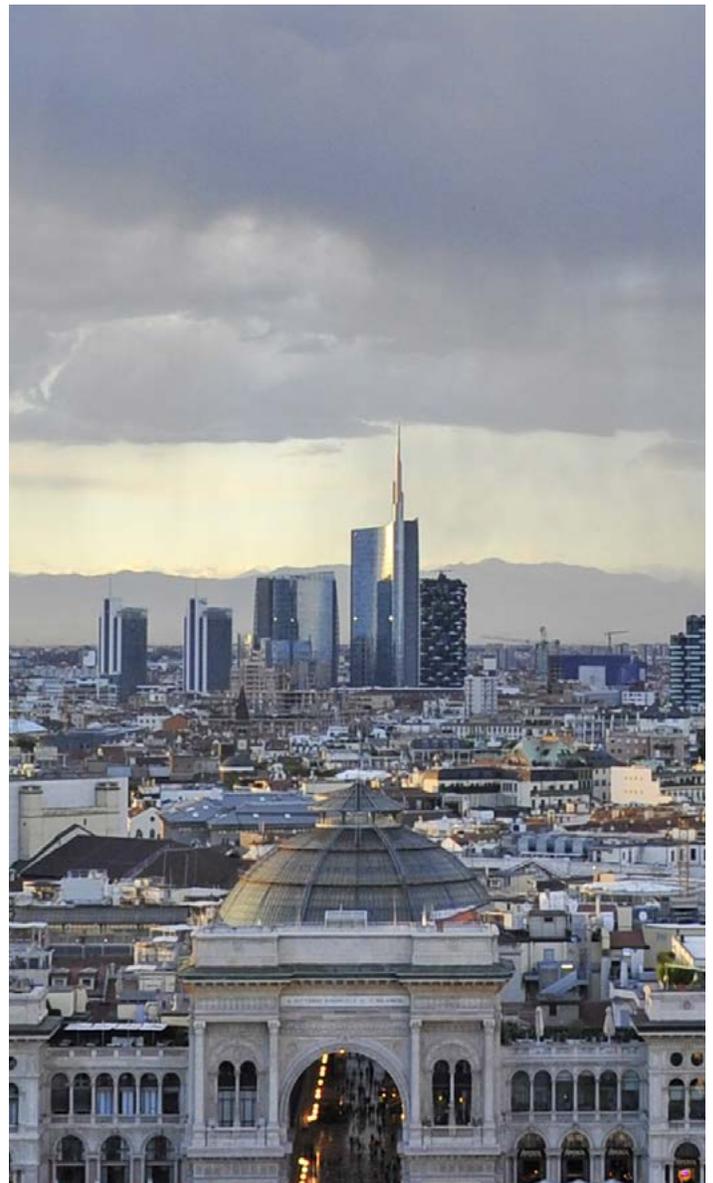
Les marchés boursiers européens ont inscrit des rendements inférieurs à ceux des États-Unis depuis la crise financière ; en effet, les taux d'intérêt historiquement bas ont incité les investisseurs à payer des cours plus élevés pour les sociétés à croissance rapide, qui sont plus courantes aux États-Unis. Nous croyons qu'une période prolongée de taux d'intérêt élevés pourrait inverser ce processus, procurant un avantage relatif aux actions européennes. Cette tendance se manifeste déjà en Europe, où l'écart de valorisation entre les actions les plus chères et les moins chères commence à se résorber. Nous ne prétendons pas que les valorisations européennes devraient se situer à un niveau similaire à celles des États-Unis, mais nous pensons que l'escompte à long terme devrait être plus proche de 20 % que de son niveau actuel de 30 %.

Nous nous demandons aussi si les investisseurs sous-estiment les changements dans la composition des indices de référence européens ; en effet, les secteurs en croissance rapide et de qualité supérieure comme la technologie et les articles de luxe représentent une part croissante de l'indice de référence au détriment des actions de la vieille économie comme les fournisseurs de télécommunications et les banques. Cette évolution s'est produite dans de nombreuses régions, mais l'Europe a tiré de l'arrière.

Nous devons toutefois ajouter que ce scénario n'exclut pas de nombreuses entreprises traditionnelles à grande capitalisation. L'Europe pourrait en fait être sur le point de connaître une recrudescence des dépenses en immobilisations liées à la sécurité énergétique et alimentaire, aux infrastructures et à la défense, après la pandémie et la guerre entre la Russie et l'Ukraine qui ont mis en évidence les vulnérabilités du côté de l'offre. Un tel changement pourrait

profiter aux secteurs européens des produits industriels, des matières et de l'énergie, dont la pondération est plus élevée.

Nous prévoyons que les bénéfices globaux de l'Europe fléchiront de 2,5 % en 2023, en raison surtout de la faiblesse des résultats en glissement annuel des secteurs de l'énergie et des matières. Si l'on exclut ces secteurs, la croissance des bénéfices devrait être inférieure à 5 % et augmenter à 7 % en 2024, soit une croissance légèrement inférieure à la moyenne d'environ 10 %.





## Perspectives régionales – Asie



**Chris Lai**

Gestionnaire de portefeuille  
RBC Global Asset Management (Asia) Limited

Les marchés boursiers d'Asie ont été essentiellement stables au cours de la période de trois mois terminée le 30 novembre 2023. Ils ont fait du surplace en septembre et ont reculé en octobre ; ce recul était principalement attribuable aux répercussions potentiellement néfastes pour l'économie de la guerre entre Israël et le Hamas et de la hausse des taux d'intérêt à l'échelle mondiale. Les actions se sont redressées en novembre ; en effet, les investisseurs ont jugé que la guerre ne se propagerait pas et les taux d'intérêt américains ont commencé à diminuer. Les exportations de pays comme le Japon et Taïwan sont restées solides et la consommation intérieure a été vigoureuse dans de nombreuses économies d'Asie.

Dans la région, la Thaïlande, Hong Kong et la Chine ont fortement tiré de l'arrière. La Chine a souffert d'un marché du logement moribond et des réticences des consommateurs. Taïwan, le Japon et l'Inde ont inscrit de solides résultats. Le marché boursier nippon a bénéficié de réformes en matière de gouvernance d'entreprise visant à encourager les sociétés à se concentrer davantage sur la valeur pour les actionnaires. L'Inde s'est bien comportée, en raison d'une croissance économique robuste, d'une inflation relativement modérée, de politiques gouvernementales favorables aux entreprises et de crédits bancaires généreux.

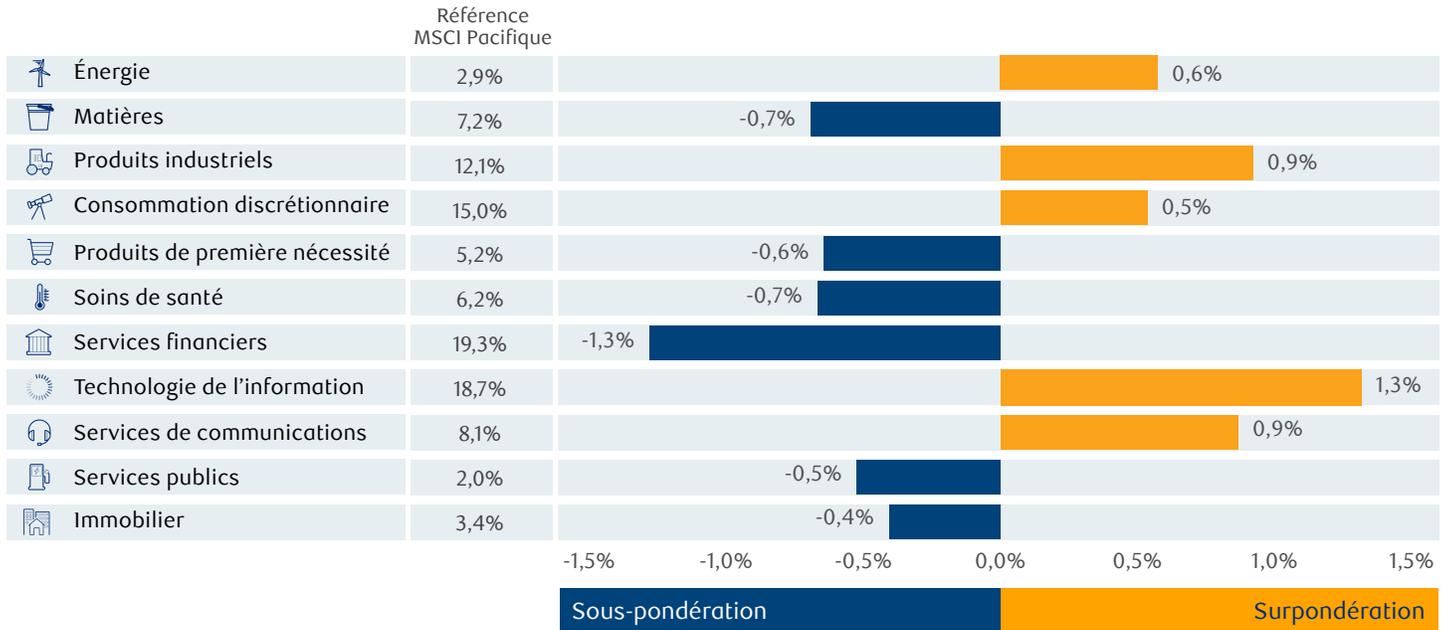
Dans l'ensemble de la région, les secteurs des technologies de l'information, de la finance et des matières ont surpassé l'indice de référence, tandis que ceux des produits industriels et de l'immobilier ont tiré de l'arrière.

### Japon

Les perspectives de l'économie japonaise se sont améliorées au cours de l'année 2023, les plus récentes prévisions de PIB passant de 1,3 % au début de l'année à 1,8 %. L'économie a été avantagée par l'augmentation des exportations d'automobiles et la diminution de l'utilisation de gaz naturel liquéfié importé, grâce au recours accru à l'énergie nucléaire. Nous nous attendons à ce qu'une reprise de la consommation intérieure, à partir d'un faible niveau, et de la demande de services au cours des prochains mois contrebalance toute baisse de la demande d'exportations.

L'inflation reste maîtrisée, l'IPC prévu en 2023 s'établissant à 3,0 %, alors qu'il était de 3,6 % au premier trimestre, son niveau le plus élevé depuis les années 2010. Nous prévoyons que l'inflation restera supérieure à 2 %, compte tenu de la hausse des coûts des importations, du yen le plus faible depuis plus de trois décennies, ainsi que de la hausse des prix du pétrole et celle des salaires.

## Asie – Pondérations sectorielles recommandées



Nota : Au 30 novembre 2023. Source : RBC GMA

« ... le ralentissement de la croissance économique dans le monde, surtout en Chine, reste un enjeu qu'il convient de garder à l'esprit. »

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



Source : RBC GMA

En octobre, la Banque du Japon a continué d'assouplir son emprise sur les taux d'intérêt à long terme, se rapprochant de la fin de son important programme de contrôle de la courbe des taux. D'autres changements dépendront de la vigueur de la consommation japonaise et du rythme de l'inflation. Par ailleurs, les perspectives économiques des États-Unis représentent un facteur déterminant pour la Banque du Japon, compte tenu de l'importance des exportations.

### Reste de l'Asie

L'économie chinoise montre des signes de stabilité, mais nous restons prudents quant à savoir si elle a atteint son creux, en particulier dans les secteurs de l'immobilier et des services. L'IPC de la Chine est repassé en territoire positif, ce qui donne à penser que les prix à la consommation se raffermiront après les craintes d'une déflation. Les économistes ont abaissé leurs prévisions de PIB par rapport au début de l'année, mais semblent convaincus que la baisse des attentes est chose du passé. La Banque populaire de Chine continue de soutenir l'économie au moyen de baisses de taux, et le gouvernement prend des mesures pour appuyer le marché immobilier. Les taux hypothécaires ont chuté et les restrictions sur les achats de logements ont été levées à Beijing, Shanghai, Shenzhen et dans les autres mégapoles chinoises.

À Hong Kong, la croissance des ventes au détail est restée forte, mais l'investissement privé demeure confronté à des vents contraires à cause des taux d'intérêt élevés. L'arrimage de la monnaie de Hong Kong signifie que la politique monétaire suit les mesures prises par la Réserve fédérale américaine (Fed), et la décision de la Fed d'interrompre le relèvement des taux d'intérêt en septembre a procuré un certain soulagement aux investisseurs et aux consommateurs. Le gouvernement de Hong Kong a récemment annoncé une réduction des droits sur les achats d'actions et des taxes foncières, afin de stimuler la demande d'actions et de logements.

Nous prévoyons que la croissance du PIB indien ralentira, passant de 7 % en 2022 à 6,2 % en 2023. L'Inde demeure l'une des économies asiatiques dont la croissance est la plus rapide. L'inflation a chuté plus rapidement que prévu, passant d'un sommet de 7 % en juillet 2023 à 5 % en octobre, en raison principalement de la baisse des prix des aliments. Le taux d'inflation peu élevé permet à la Banque de réserve de l'Inde de ne pas modifier son taux directeur. Les investissements en capital fixe demeurent solides, grâce principalement au secteur public.

L'inflation en Corée du Sud est plus élevée que prévu à cause de la hausse des prix du pétrole brut et des produits agricoles. Les données économiques récentes font ressortir une solide reprise du secteur de la fabrication, en particulier dans un contexte de remontée des exportations. La production de semi-conducteurs est devenue le principal moteur de croissance, en raison de la solide demande de produits liés à l'intelligence artificielle et de la demande soutenue d'ordinateurs personnels et de téléphones intelligents.

Les données économiques récentes donnent à penser que les tensions inflationnistes s'apaisent en Australie en raison de la hausse des taux d'intérêt et de la diminution des tensions exercées sur les chaînes logistiques. La Reserve Bank of Australia a fait savoir qu'elle évalue l'incidence sur l'économie du durcissement monétaire précédent, et le gouverneur de la banque centrale n'écarte pas la possibilité d'un resserrement accru. Selon nous, la série actuelle de hausses de taux de la banque centrale est probablement terminée, compte tenu de la dégradation de la conjoncture macroéconomique et de la possibilité d'une récession. Nous nous attendons à ce que la Reserve Bank of Australia amorçe l'abaissement de son taux directeur dès le deuxième trimestre de l'an prochain. Les perspectives à long terme pour l'Australie demeurent favorables, compte tenu de la solide croissance démographique et de la modeste expansion budgétaire. Cependant, le ralentissement de la croissance économique dans le monde, surtout en Chine, reste un enjeu qu'il convient de garder à l'esprit.



## Perspectives régionales – Marchés émergents



**Christoffer Enemaerke**

Gestionnaire de portefeuille  
RBC Global Asset Management (UK) Limited

Les banques centrales de nombreux pays émergents ont réagi rapidement à la montée de l'inflation à la suite de la pandémie et ont amorcé le resserrement des conditions monétaires avant les banques centrales des pays développés. Nous entrons maintenant dans une situation sans précédent où les taux directeurs des pays émergents convergent avec ceux des taux des pays développés et devraient s'établir en deçà de ces derniers pour la première fois. Les taux d'intérêt corrigés de l'inflation se situent à des niveaux historiquement élevés dans les pays émergents, ce qui facilite la diminution des taux d'intérêt nominaux. Les taux directeurs ont déjà été abaissés au Brésil et au Chili, et nous nous attendons à ce que d'autres pays émergents fassent de même au cours des prochains mois.

Les cycles de resserrement précoces de nombreux pays émergents ont fait ralentir l'inflation, et les taux directeurs ainsi que les rendements obligataires semblent désormais avoir culminé dans de nombreux marchés. Par conséquent, les obligations des marchés émergents libellées en monnaie locale ont nettement surpassé celles des marchés développés ces dernières années. Contrairement aux obligations, les actions des marchés émergents ont continué d'afficher des rendements inférieurs à ceux des marchés développés, comme c'est le cas depuis dix ans. La faiblesse relative est en grande partie imputable à la Chine, qui représente près du tiers de l'indice MSCI Marchés émergents.

L'un des principaux problèmes de la Chine dans la foulée de la pandémie a été le manque de confiance des consommateurs à l'égard de l'économie, ce qui a entraîné une hausse des taux d'épargne et des dépenses de consommation anémiques. La Chine affiche déjà l'un des ratios de consommation par rapport au PIB les plus faibles au monde, et la libération du potentiel de consommation sera déterminante pour la croissance économique à long terme. Le repli de la consommation s'explique aussi par le fait que la Chine dispose d'un filet de sécurité sociale peu développé, ce qui signifie que les Chinois doivent épargner davantage pour payer les frais liés aux soins médicaux, à la vieillesse et à l'éducation.

Le gouvernement chinois a commencé à mettre en place de nouvelles mesures de relance au cours des derniers mois, notamment des règles assouplissant les exigences de mise de fonds pour les emprunts hypothécaires, dans le but de dynamiser le marché immobilier résidentiel. Cette mesure est importante, étant donné que l'immobilier représente l'un des principaux moteurs de la consommation en Chine. Nous nous attendons à d'autres mesures visant à stimuler la consommation, sous la forme de dépenses liées à l'aide sociale.

L'intensification des tensions géopolitiques entre les États-Unis et la Chine, qui a imposé des barrières non tarifaires comme des quotas, a incité les partenaires commerciaux

de la Chine à diversifier leurs chaînes logistiques. La part des importations américaines provenant de la Chine a atteint un sommet de 21 % en 2018 ; elle a depuis reculé à 14 %. Toutefois, la Chine dispose d'une main-d'œuvre hautement qualifiée, d'un écosystème industriel complet, de solides infrastructures et d'un vaste marché intérieur de la consommation. Ainsi, bien que la part des importations américaines provenant de la Chine ait diminué, sa part des exportations à valeur ajoutée continue de grimper, ce qui témoigne de l'amélioration soutenue de la compétitivité des exportations. La chaîne logistique environnementale de la Chine, qui représente un exemple de cette évolution, a contribué à compenser la perte de part de marché dans la chaîne logistique d'appareils électroniques.

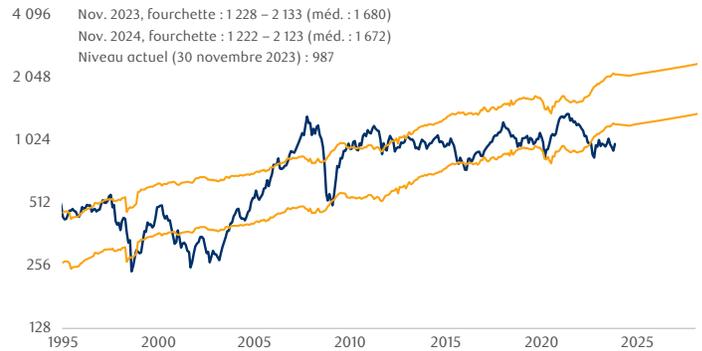
Au cours des 30 dernières années, il y a eu quatre grands cycles de rendement des actions des marchés émergents, dont la durée a varié entre six et douze ans. Deux des cycles ont été caractérisés par un solide rendement relatif par rapport aux marchés développés, et deux cycles par un faible rendement. Le principal indicateur à long terme des rendements des marchés émergents par rapport aux marchés développés est la croissance des bénéfices exprimée en dollars américains. Le plus récent des cycles dure depuis maintenant 12 ans : au cours de cette période, la croissance annuelle des bénéfices dans les marchés émergents a été nulle, et le cycle a coïncidé avec une forte sous-performance par rapport aux actions des marchés développés.

Nous nous attendons à ce que le recul des taux d'intérêt des pays émergents au cours de la prochaine année se produise plus rapidement que dans n'importe quel pays développé, et à ce que la baisse des taux des pays émergents galvanise les bénéfices des sociétés de ces pays. À son tour, l'amélioration des perspectives de bénéfices des marchés émergents laisse entrevoir de meilleurs rendements relatifs pour les actions de ces marchés.

L'urbanisation représente un facteur important de la croissance du PIB des pays émergents sur le long terme. En général, nous avons observé une croissance du PIB par habitant à mesure qu'augmente le pourcentage de la population qui migre vers les villes. Par exemple, le PIB par

### MSCI Marchés émergents : niveau d'équilibre

Valorisations et bénéfices normalisés



Source : RBC GMA

habitant de la Chine a augmenté de façon exponentielle au cours des 30 dernières années, parallèlement à la montée en flèche des taux d'urbanisation. Certains des plus grands pays émergents en dehors de la Chine, notamment l'Inde et l'Indonésie, possèdent encore un fort potentiel d'urbanisation pour stimuler la croissance économique à long terme.

Du point de vue des valorisations, les actions des marchés émergents continuent de paraître particulièrement bon marché par rapport à celles des marchés développés. Les actions des marchés émergents se négocient à un escompte de 45 % par rapport aux marchés développés selon le ratio cours/valeur comptable, soit près du plus bas niveau en 20 ans. Le ratio CAPE de Shiller, fondé sur les bénéfices moyens sur dix ans corrigés de l'inflation, représente un autre indicateur qui donne à penser que la valorisation des marchés émergents est attrayante. Les marchés émergents se négocient à un ratio CAPE de 12,5, soit la moitié du ratio de 25 des marchés développés. Bien que les niveaux d'évaluation ne permettent généralement pas de prévoir de façon fiable les rendements à court terme, la relation à long terme entre les rendements boursiers et les valorisations est solide. Dans ce contexte, les valorisations actuelles des actions des marchés émergents semblent relativement intéressantes.

# Comité des stratégies de placement RBC GMA

## Membres



**Daniel E. Chornous, CFA**

Chef des placements

RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

Président, Comité des stratégies de placement RBC GMA

Dan Chornous est le chef des placements de RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. (RBC GMA), la filiale en propriété exclusive de la Banque Royale du Canada chargée de la gestion des portefeuilles. La société gère un actif de près de 559,7 milliards de dollars canadiens\* pour les investisseurs institutionnels, fortunés et individuels. Ses mandats portent sur des titres à revenu fixe, des actions et des placements alternatifs au Canada et à l'étranger. Depuis son arrivée à RBC GMA en novembre 2002, M. Chornous a été responsable de l'orientation générale de la politique et de la gestion des actifs au sein de la plateforme de placement mondiale de la société. Auparavant, il a occupé les postes de premier directeur général, Recherche sur les marchés des capitaux, et de stratégeste en chef à RBC Marchés des Capitaux.

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

\* ASG en CAD au 30 novembre 2023



**Soo Boo Cheah, MBA, CFA**

Premier gestionnaire de portefeuille

RBC Global Asset Management (UK) Limited

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



**Dagmara Fijalkowski, MBA, CFA**

Cheffe, Titres mondiaux à revenu fixe et devises

RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

En qualité de cheffe, Titres mondiaux à revenu fixe et devises, M<sup>me</sup> 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<sup>me</sup> 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<sup>me</sup> Fijalkowski a débuté dans le secteur des placements en 1994. Elle a obtenu son MBA à la Richard Ivey School of Business de l'Université Western au Canada, et est titulaire d'une maîtrise en économie de l'Université de Lodz, en Pologne. Elle détient aussi le titre d'analyste financière agréée (CFA) depuis 1997.



### Stuart Kedwell, CFA

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

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



### Eric Lascelles

Économiste en chef  
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

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



### Scott Lysakowski, CFA

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

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



### Hanif Mamdani

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

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



### Bryan Mascoe, CFA

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

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



### Sarah Riopelle, CFA

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

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



### Martin Paleczny, CFA

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

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



### Kristian Sawkins, CFA

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

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



### Jaco Van der Walt, DCom

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

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



### Milos Vukovic, CFA

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

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



### Brad Willock, CFA

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

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

## Comité consultatif, Actions mondiales

### > Philippe Langham

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

### > Brad Willock, CFA

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

### > Mayur Nallamala

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

### > Martin Paleczny, CFA

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

### > David Lambert

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

## Comité consultatif, titres mondiaux à revenu fixe et devises

### > Dagmara Fijalkowski, MBA, CFA

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

### > Soo Boo Cheah, MBA, CFA

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

### > Joanne Lee, MFin, CFA

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

### > Eric Lascelles

Économiste en chef  
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

# Déclaration

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

# RBC Gestion mondiale d'actifs

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

Date de publication : 15 décembre 2023

100538 (12/2023)

GLOBAL INVESTMENT OUTLOOK\_NEW YEAR 2024\_F 01/04/2024

