

RBC Gestion mondiale d'actifs

Regard sur les placements mondiaux

Comité des stratégies de placement RBC GMA



PRINTEMPS 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 – Directeur général 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

Pleins feux sur un atterrissage en douceur

Eric Lascelles – Directeur général et économiste en chef, RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

30 Perspectives des marchés

Les chances d'un atterrissage en douceur augmentent

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.

48 Marchés mondiaux des titres à revenu fixe

Soo Boo Cheah, MBA, CFA – Directeur général et 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.

56 Marchés des changes

Le dollar américain se maintient malgré de nombreux obstacles à long terme

Dagmara Fijalkowski, MBA, CFA – Directrice générale et première gestionnaire de portefeuille, Cheffe, Titres mondiaux à revenu fixe et devises, RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

Daniel Mitchell, CFA – Directeur général et première gestionnaire de portefeuille, RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

Perspectives régionales

67 États-Unis

Brad Willock, CFA – Directeur général et premier gestionnaire de portefeuille, RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

70 Canada

Sarah Neilson, CFA – Directrice générale et première gestionnaire de portefeuille, RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

Irene Fernando, CFA – Directrice générale et première gestionnaire de portefeuille, RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

73 Europe

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

76 Asie

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

79 Marchés émergents

Veronique Erb – Gestionnaire de portefeuille, RBC Global Asset Management (UK) Limited

81 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 données économiques ont bien résisté, les risques de récession ont diminué et l'inflation a suffisamment descendu pour permettre aux banques centrales d'envisager une baisse des taux directeurs à un moment donné cette année. Dans ce contexte, les obligations d'État sont attrayantes et, bien que les actions aient bondi suivant l'enthousiasme des investisseurs qui semblent miser sur l'amélioration des probabilités d'un atterrissage en douceur de l'économie, les valorisations élevées des actions des sociétés américaines à grande capitalisation pourraient limiter le potentiel de hausse.

Actualisation de nos perspectives économiques

Divers facteurs nous ont incités à hausser à 60 % la probabilité d'un atterrissage en douceur de l'économie américaine, que nous évaluons à 40 % au dernier trimestre, et nous anticipons maintenant une croissance modeste lors du premier semestre de 2024 plutôt qu'une récession. Nous avons également relevé nos prévisions de croissance du PIB réel des États-Unis pour 2024, de 0,3 % à 2,4 %, et nous prévoyons une croissance modérée en 2025 qui pourrait être encore plus forte si les baisses de taux des banques centrales se concrétisent. Nos prévisions de croissance pour 2024 sont maintenant à peu près conformes aux prévisions générales pour la plupart des

pays, et même légèrement supérieures pour ce qui est des États-Unis et du Canada. En ce qui concerne les marchés émergents, nos prévisions de croissance ont également été légèrement revues à la hausse pour refléter l'effet positif de la vigueur économique accrue des pays développés. Bien que le scénario d'atterrissage en douceur soit maintenant le plus probable, nous reconnaissons qu'une récession demeure possible, étant donné que les taux plus élevés constituent un frein économique qui touche principalement les régions à l'extérieur des États-Unis, et que plusieurs signes de récession importants demeurent en place.

L'amélioration de l'inflation pourrait ralentir

L'inflation a chuté de façon significative par rapport à son pic de 2022, lorsque le choc des marchandises s'est estompé, que les problèmes des chaînes logistiques ont été résolus, et que les mesures de relance exceptionnelles des banques centrales ont été abandonnées. Bien que le taux, qui se situe actuellement entre 2,75 % et 3,50 %, ait progressé de façon considérable jusqu'à présent, il sera plus ardu d'atteindre l'objectif de 2,00 % ciblé par la plupart des grandes banques centrales. Par ailleurs, les prix à la consommation pourraient être soutenus par les déficits budgétaires élevés et la résilience générale de l'économie. Étant donné que notre hypothèse de base ne tient plus

compte d'une récession, nous avons revu les prévisions d'inflation à la hausse par rapport au trimestre précédent, et elles ne sont plus nettement inférieures aux prévisions générales. Nous croyons toujours que l'inflation est plus susceptible de chuter que d'augmenter au cours de la prochaine année, car les pressions salariales s'atténuent progressivement, la hausse des prix des biens ralentit et l'inflation des services, qui est encore trop élevée, diminue. Les coûts du logement, qui sont aujourd'hui le plus important catalyseur de l'inflation, pourraient également être amenés à baisser, et la gamme de produits et de services plombée par l'inflation élevée se rétrécit.

Le dollar américain reste confronté à des défis à long terme

Nous restons pessimistes à l'égard du dollar américain, car nos perspectives se fondent sur des vents contraires à long terme. Une combinaison de facteurs dominants devrait entraîner un recul du dollar au cours des prochaines années : la surévaluation de la monnaie, un renversement des entrées de capitaux et l'érosion de la crédibilité budgétaire des États-Unis. Nous prévoyons que les

premiers bénéficiaires de cette faiblesse du dollar seront l'euro et le dollar canadien, tandis que le yen et la livre sterling seront probablement à la traîne. Les monnaies des marchés émergents pourraient d'abord être freinées par les baisses des taux des banques centrales, mais elles finiront par bénéficier de la faiblesse généralisée du billet vert.

Les banques centrales laissent présager des baisses de taux

Les hausses énergiques des banques centrales ont pris fin l'an dernier, et un nombre limité mais croissant de ces institutions, toutes dans les marchés émergents, ont commencé à assouplir les conditions monétaires. Aussi, les principales banques centrales des pays développés sont maintenant en mesure d'emboîter pour plusieurs raisons. L'inflation a chuté fortement et la plupart des grandes

économies ont connu un ralentissement de la croissance trop prononcé au cours de la dernière année. De fait, nous prévoyons cinq baisses de 25 points de base des taux directeurs aux États-Unis, mais nous reconnaissons que le calendrier et le rythme de l'ajustement de la politique monétaire dépendront de la trajectoire de l'économie et de l'inflation.

Les obligations se rapprochent de leurs niveaux les plus attractifs depuis près de deux décennies

Les obligations ont chuté de leur niveau surévalué, un sommet qui n'avait pas été atteint depuis 150 ans, et elles sont maintenant proches de leurs niveaux les plus intéressants en 20 ans. Le marché baissier des titres à revenu fixe de 2020-2023 a rapidement fait grimper les taux au-dessus de 5 % pour la première fois depuis 2007, effaçant dans la foulée la surévaluation accumulée depuis les années 1980 et accentuée par la pandémie. Bien que le taux des obligations américaines à 10 ans ait diminué pour s'établir à 4,25 % depuis son sommet d'octobre 2023, il demeure près de l'extrémité supérieure de la fourchette historique si l'on ne tient pas compte des années 1970 et 1980, période où l'inflation était extrême. Nos modèles confirment que les obligations d'État sont attractives, avec

des taux bien supérieurs à leurs niveaux d'équilibre dans les principaux marchés, à l'exclusion du Japon, où les taux d'intérêt font encore les frais des mesures des banques centrales visant à réprimer les taux. En tenant compte de l'ensemble, nos modèles indiquent des taux obligataires appropriés plus bas si l'inflation continue de chuter comme nous le prévoyons. Outre les données fondamentales positives, diverses mesures techniques optimistes laissent entrevoir de solides perspectives pour les obligations. Selon nos prévisions, le taux des obligations du Trésor américain à dix ans passera à 4 % d'ici un an, ce qui se traduirait par des rendements de 5 % à 10 % au cours de l'année à venir et, surtout, par un faible risque d'évaluation.

Les actions poursuivent leur course aux records et les valorisations sont de plus en plus élevées

Les actions mondiales ont profité d'une forte reprise au dernier trimestre, de nombreux grands marchés ayant atteint des sommets records. Toutefois, la plupart des gains récents ont été réalisés par une poignée de sociétés de technologie à mégacapitalisation. Aux États-Unis, les « sept magnifiques » ont grimpé de 82 % l'an dernier et ont progressé d'un 10 % supplémentaire cette année. En revanche, l'indice S&P 500 équilibré, qui neutralise l'incidence de ces sept actions, n'a progressé que de 11,6 % en 2023 et de 3 % cette année, ce qui est plus conforme aux rendements des autres régions du monde. Compte tenu des rendements plus modérés, les titres dans la plupart des grands marchés boursiers en dehors des États-Unis se négocient à des niveaux attractifs par rapport à notre juste valeur modélisée. En ce qui concerne les États-Unis, de nombreux investisseurs s'inquiètent du fait que les « sept magnifiques » évoluent dans une bulle, compte tenu des gains exceptionnels des sociétés constituant ce groupe. Nous constatons que ces actions tirent profit des

tendances en intelligence artificielle et qu'elles ne sont pas nécessairement surévaluées, tant que leurs bénéfices peuvent continuer de croître à un rythme rapide. Ainsi, nos analyses indiquent que les « sept magnifiques » devraient voir leurs bénéfices totaux augmenter de 23 % chaque année pendant les 15 prochaines années pour justifier leur surévaluation actuelle par rapport au reste du marché. Les valorisations élevées des actions américaines à grande capitalisation en général signifient que pour obtenir des rendements décents sur le S&P 500, il faudra désormais que la croissance des bénéfices et la confiance accrue des investisseurs se maintiennent.

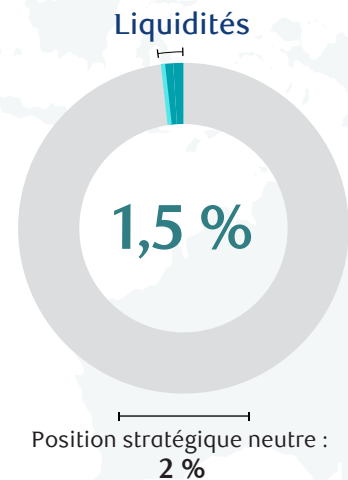
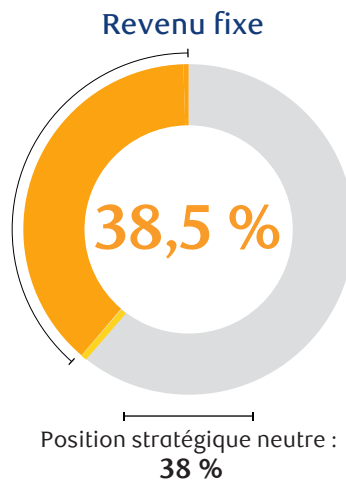
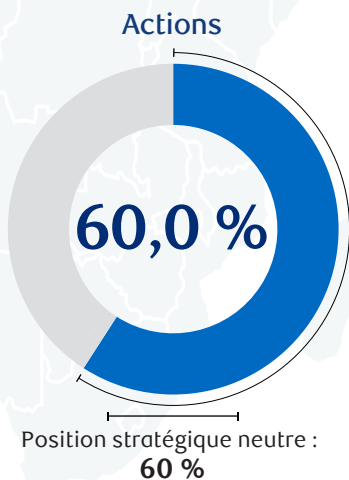
Composition de l'actif : maintien d'une composition de l'actif près de la neutralité, avec une préférence pour les titres à revenu fixe

Pour équilibrer les risques et les rendements, nous maintenons la composition de l'actif près de la position neutre, en privilégiant les titres à revenu fixe. Notre scénario de base prévoit que l'économie américaine continuera de croître à un rythme modéré et que l'inflation diminuera à un rythme permettant aux banques centrales de réduire leurs taux d'intérêt à un moment donné cette année. La chute des taux d'intérêt devrait être favorable aux actifs à revenu fixe et, surtout, lorsque les taux de rendement sont plus élevés, les obligations détenues dans un portefeuille équilibré procurent une meilleure protection contre la volatilité des marchés boursiers. Pour ces raisons, nous avons accru la part des titres à revenu fixe au cours des derniers trimestres sous l'effet de la hausse des taux obligataires, mettant ainsi fin à la sous-

pondération que nous avons adoptée, et sommes revenus à une légère surpondération à l'automne 2023, lorsque le taux des obligations américaines à 10 ans s'est approché de 5 %. Même si nous restons optimistes à l'égard des actions à long terme, nous reconnaissons qu'à court terme, l'optimisme est extrême et les valorisations sont élevées, de sorte que les investisseurs ne sont pas rémunérés suffisamment pour compenser les risques de résultats défavorables. Nous maintenons donc notre pondération neutre en actions. 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.

Composition d'actifs recommandée

Comité des stratégies de placement RBC GMA



Nota : Au 29 février 2024. 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*	
	Variation p.r. prév.		Variation p.r. prév.		Variation p.r. prév.		Variation p.r. prév.		Variation p.r. prév.		Variation p.r. prév.		Variation p.r. prév.	
	Printemps 2024	Nouvel An 2024	Printemps 2024	Nouvel An 2024	Printemps 2024	Nouvel An 2024	Printemps 2024	Nouvel An 2024	Printemps 2024	Nouvel An 2024	Printemps 2024	Nouvel An 2024	Printemps 2024	Nouvel An 2024
PIB réel														
2023R ¹	2,54 %		1,11 %		0,51 %		0,14 %		1,87 %		5,54 %		5,36 %	
2024E	2,40 %	2,10	0,90 %	1,30	0,30 %	0,60	0,10 %	0,60	0,40 %	Aucune	4,60 %	(0,40)	4,60 %	0,50
2025E	1,70 %	Aucune	1,80 %	Aucune	1,80 %	Aucune	1,80 %	Aucune	1,40 %	Aucune	4,10 %	Aucune	4,30 %	Aucune
IPC														
2023R	4,12 %		3,88 %		5,42 %		7,30 %		3,25 %		0,33 %		2,59 %	
2024E	2,80 %	0,30	2,50 %	0,10	2,30 %	(0,40)	2,70 %	(0,20)	2,40 %	1,00	0,30 %	(0,90)	2,40 %	(0,20)
2025E	2,30 %	Aucune	2,30 %	Aucune	2,20 %	Aucune	2,40 %	Aucune	1,50 %	Aucune	1,80 %	Aucune	3,00 %	Aucune

R = Réel E = Estimation * Moyenne pondérée du PIB de la Chine, de l'Inde, de la Corée du Sud, du Brésil, du Mexique et de la Russie. ¹Les PIB 2023 du Canada, de l'Inde, du Brésil et de la Russie n'étant pas encore disponibles, les PIB indiqués pour le Canada et les marchés émergents représentent les estimations consensuelles les plus récentes pour 2023.

Cibles (Comité des stratégies de placement RBC GMA)

	Février 2024	Prévisions Février 2025	Variation p.r. prév. Nouvel an 2024	Estimation rendement total sur un an* (%)
Marchés des devises c. USD				
CAD (USD-CAD)	1,36	1,27	Aucune	6,6
EUR (EUR-USD)	1,08	1,21	Aucune	10,3
JPY (USD-JPY)	149,97	135,00	5,00	5,7
GBP (GBP-USD)	1,26	1,31	Aucune	3,7
Marchés des titres à revenu fixe				
É.-U. – Taux des fonds fédéraux	5,50	4,25	(0,50)	
É.-U. – Taux de l'obligation à 10 ans	4,25	4,00	Aucune	6,3
Canada – Taux de financement à un jour	5,00	4,00	Aucune	
Canada – Taux de l'obligation à 10 ans	3,49	3,50	0,50	3,4
Zone euro – Taux des facilités de dépôt	4,00	2,25	(0,75)	
Allemagne – Taux de l'obligation à 10 ans	2,41	2,35	(0,15)	2,9
Royaume-Uni – Taux de base	5,25	4,25	(0,25)	
Royaume-Uni – Taux de l'obligation à 10 ans	4,12	4,00	Aucune	5,2
Japon – Taux de financement à un jour	(0,01)	0,10	Aucune	
Japon – Taux de l'obligation à 10 ans	0,71	1,00	Aucune	(2,1)
Marchés des actions				
S&P 500	5096	5200	700	3,5
S&P/TSX composé	21364	22000	1450	6,4
MSCI Europe	166	175	17	8,9
FTSE 100	7630	7925	375	7,7
Nikkei	39166	41450	6700	7,5
MSCI Marchés émergents	1021	1085	70	9,5

* 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'actifs qui offre le meilleur rapport risque-rendement pour un profil d'investisseur donné. Elle est comme le plan d'investissement repère qui guidera le portefeuille au fil des différents cycles de l'économie et des placements, indépendamment du scénario à court terme envisagé pour l'économie et les marchés des capitaux. La répartition tactique de l'actif correspond au réglage de précision des paramètres stratégiques dans le but d'ajouter de la valeur en profitant des fluctuations à court terme des marchés.

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

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

fondée sur notre opinion actuelle de l'économie et sur les prévisions de rendement des grandes catégories d'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.

¹ Rendement moyen : Le rendement global moyen offert par la catégorie d'actifs pour la période de 1984 à 2024, d'après les résultats mensuels.

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

Répartition de l'actif mondiale

	Politique de référence	Fourchette permise	Printemps 2023	Été 2023	Automne 2023	Nouvel An 2024	Printemps 2024
Liquidités	2,0 %	0,0 % – 15,0 %	1,5 %	2,0 %	2,0 %	1,5 %	1,5 %
Obligations	38,0 %	23,0 % – 53,0 %	37,5 %	38,0 %	38,0 %	38,5 %	38,5 %
Actions	60,0 %	45,0 % – 75,0 %	61,0 %	60,0 %	60,0 %	60,0 %	60,0 %

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

Répartition régionale

Obligations mondiales	IMOG* Février 2024	Fourchette permise	Printemps 2023	Été 2023	Automne 2023	Nouvel An 2024	Printemps 2024
Amérique du Nord	44,5 %	34,5 % – 54,5 %	49,0 %	42,7 %	40,3 %	47,7 %	47,0 %
Europe	34,6 %	24,6 % – 44,6 %	31,2 %	37,1 %	39,8 %	34,4 %	34,6 %
Asie	20,9 %	10,9 % – 30,9 %	19,8 %	20,3 %	20,0 %	18,0 %	18,4 %

Actions mondiales	MSCI** Février 2024	Fourchette permise	Printemps 2023	Été 2023	Automne 2023	Nouvel An 2024	Printemps 2024
Amérique du Nord	71,1 %	61,1 % – 81,1 %	68,0 %	67,7 %	69,3 %	69,8 %	70,6 %
Europe	13,6 %	3,6 % – 23,6 %	15,5 %	15,8 %	14,5 %	14,1 %	13,8 %
Asie	7,0 %	0,0 % – 17,0 %	8,2 %	8,4 %	8,2 %	8,1 %	7,5 %
Marchés émergents	8,3 %	0,0 % – 18,3 %	8,4 %	8,1 %	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** Février 2024	CSP RBC GMA Nouvel An 2024	CSP RBC GMA Printemps 2024	Variation depuis Nouvel An 2024	Pondération c. référence
Énergie	4,29 %	6,72 %	4,29 %	(2,43)	100,0 %
Matières	3,83 %	2,48 %	2,23 %	(0,24)	58,3 %
Produits industriels	10,94 %	12,11 %	12,94 %	0,83	118,3 %
Consommation discrétionnaire	10,75 %	10,83 %	10,75 %	(0,08)	100,0 %
Consommation de base	6,77 %	5,67 %	5,17 %	(0,49)	76,4 %
Soins de santé	12,16 %	12,42 %	13,66 %	1,24	112,3 %
Services financiers	14,97 %	14,96 %	14,97 %	0,00	100,0 %
Technologies de l'information	23,92 %	24,45 %	25,92 %	1,47	108,4 %
Services de communications	7,61 %	8,28 %	7,61 %	(0,66)	100,0 %
Services publics	2,45 %	0,71 %	1,15 %	0,44	46,9 %
Immobilier	2,31 %	1,38 %	1,31 %	(0,06)	56,7 %

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

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

Prudence élevée

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

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 %	1,5 %	1,5 %
Revenu fixe	58 %	43-83 %	58,5 %	58,5 %
Total – liquidités et revenu fixe	60 %	45-75 %	60,0 %	60,0 %
Actions canadiennes	13 %	3-23 %	12,9 %	13,0 %
Actions américaines	15 %	5-25 %	14,9 %	14,8 %
Actions internationales	12 %	2-22 %	12,2 %	12,2 %
Marchés émergents	0 %	0 %	0,0 %	0,0 %
Total – actions	40 %	25-55 %	40,0 %	40,0 %
		Rendement	Volatilité	
Moyenne sur 40 ans		8,0 %	6,2 %	
Moyenne des 12 derniers mois		9,5 %	7,2 %	

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 %	1,5 %	1,5 %
Revenu fixe	38 %	23-53 %	38,5 %	38,5 %
Total – liquidités et revenu fixe	40 %	25-55 %	40,0 %	40,0 %
Actions canadiennes	15 %	5-25 %	14,8 %	15,0 %
Actions américaines	25 %	15-35 %	24,8 %	24,7 %
Actions internationales	15 %	5-25 %	15,5 %	15,4 %
Marchés émergents	5 %	0-15 %	4,9 %	4,9 %
Total – actions	60 %	45-75 %	60,0 %	60,0 %
		Rendement	Volatilité	
Moyenne sur 40 ans		8,5 %	7,7 %	
Moyenne des 12 derniers mois		12,6 %	7,7 %	

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

Croissance

Catégorie d'actifs	Repère	Fourchette	Dernier trimestre	Recomm. actuelle
Liquidités ou équivalents	2 %	0-15 %	1,5 %	1,5 %
Revenu fixe	23 %	8-38 %	23,5 %	23,5 %
Total – liquidités et revenu fixe	25 %	10-40 %	25,0 %	25,0 %
Actions canadiennes	18 %	8-28 %	17,8 %	18,0 %
Actions américaines	30 %	20-40 %	29,8 %	29,6 %
Actions internationales	19 %	9-29 %	19,6 %	19,5 %
Marchés émergents	8 %	0-18 %	7,8 %	7,9 %
Total – actions	75 %	60-90 %	75,0 %	75,0 %
		Rendement	Volatilité	
Moyenne sur 40 ans		8,7 %	9,6 %	
Moyenne des 12 derniers mois		14,7 %	8,3 %	

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	Fourchette	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 %	29,0 %
Actions américaines	38 %	28-48 %	37,8 %	37,5 %
Actions internationales	20 %	10-30 %	20,7 %	20,7 %
Marchés émergents	11 %	1-21 %	10,7 %	10,8 %
Total – actions	98 %	83-100 %	98,0 %	98,0 %
		Rendement	Volatilité	
Moyenne sur 40 ans		9,1 %	12,0 %	
Moyenne des 12 derniers mois		17,6 %	9,5 %	

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



Rendement des marchés financiers



Milos Vukovic, MBA, CFA

Directeur général 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.

Le dollar américain a été relativement stable par rapport aux autres principales devises au cours du trimestre clos le 29 février 2024. Il a progressé de 1,1 % face au yen japonais et de 0,7 % par rapport à l'euro, et est resté essentiellement inchangé par rapport au dollar canadien et à la livre sterling. La résilience de l'économie américaine et la diminution des attentes de réduction des taux d'intérêt ont galvanisé le billet vert, même s'il demeure surévalué et que le pays continue d'afficher des déficits budgétaires et du compte courant. Les écarts importants entre le taux directeur du Japon et celui de la plupart des autres pays continuent de freiner la progression du yen, car les investisseurs japonais ont délaissé leur monnaie pour obtenir de meilleurs rendements. Contrairement à ce qu'on observe aux États-Unis, les économies du Japon, de l'Europe, du Canada et du Royaume-Uni ont considérablement ralenti ou se sont contractées au cours des derniers trimestres, mais certaines régions ont montré des signes de stabilisation. Au cours de la période d'un an, le dollar américain a progressé de 10,1 % par rapport au yen, mais a reculé de 4,7 % par rapport à la livre sterling, de 2,1 % face à l'euro et de 0,5 % par rapport au huard.

Les titres à revenu fixe mondiaux ont affiché des résultats contrastés au dernier trimestre. Les prix des obligations ont augmenté et les rendements ont diminué pendant la période, car les investisseurs ont supposé que les taux d'intérêt avaient atteint leur sommet et que des baisses de

taux seraient bientôt appropriées à la suite d'une série de mesures encourageantes de l'inflation. Certains de ces gains ont été rendus depuis janvier, lorsque les attentes de baisse de taux ont été écartées en raison de données économiques étonnamment solides et d'une inflation plus forte que prévu. Le rendement des obligations américaines à 10 ans a fléchi à 3,79 % le 27 décembre 2023, alors qu'il était de 4,93 % à la fin d'octobre de l'année dernière, avant de grimper pour finir la période de trois mois à 4,25 %. Les obligations américaines se sont bien comportées, et l'indice des obligations du gouvernement américain FTSE a inscrit un rendement de 2,1 %. En revanche, les obligations européennes ont tiré de l'arrière et l'indice des obligations d'État européennes FTSE a cédé 1,2 %. Au cours de la période de 12 mois, l'indice des obligations universelles FTSE Canada a enregistré le meilleur rendement, progressant de 4,4 %, tandis que l'indice des obligations d'État japonaises FTSE et l'indice des obligations d'État européennes FTSE sont arrivés en queue de peloton, reculant de 10,3 % et de 10,2 %, respectivement, en dollars américains.

Les investisseurs en actions ont obtenu des rendements considérables sur de nombreux marchés au cours du trimestre. Certains indices ont été propulsés à des sommets records, notamment l'indice S&P 500, la moyenne Dow Jones des valeurs industrielles, l'indice européen Stoxx 600 et même l'indice Nikkei du Japon, qui a finalement surpassé son

précédent sommet atteint il y a 35 ans. Le redressement des actions amorcé à la fin d'octobre a d'abord été attribuable à une poignée de titres de sociétés technologiques américaines à mégacapitalisation, mais il s'est élargi à d'autres secteurs. Les rendements boursiers ont varié, allant de 3,2 % pour l'indice MSCI Royaume-Uni à 12,5 % pour l'indice MSCI Japon ; la plupart des indices boursiers généraux ont affiché des gains variant entre 8 % et 13 %. Bien que le Royaume-Uni et le Japon soient tous deux en récession technique – définie comme deux trimestres consécutifs de contraction du PIB – les perspectives des deux pays diffèrent. L'économie britannique reste aux prises avec une inflation élevée de 4 % et la faiblesse du marché du logement et des investissements intérieurs. Au Japon, l'inflation est proche de la cible de 2 % de la banque centrale après une bataille de deux décennies contre la déflation, et les salaires réels devraient augmenter, ce qui stimulerait la consommation intérieure. Au cours de la période d'un an, l'indice MSCI Royaume-Uni a affiché le pire rendement, avec un gain de 5,5 %, tandis que l'indice S&P 500 a inscrit le meilleur rendement, de 30,5 %, en dollars américains dans les deux cas.

Les actions de sociétés américaines de toutes tailles ont dégagé de solides rendements au dernier trimestre, grâce principalement à la hausse de 13,2 % de l'indice S&P 400 des moyennes capitalisations, qui a surpassé l'indice des petites capitalisations de 1,3 point de pourcentage. Les investisseurs ont injecté des capitaux dans les titres de sociétés de croissance qui bénéficieront probablement le plus des avancées de l'intelligence artificielle (IA) ; ainsi l'indice de croissance Russell 3000 a enregistré un gain de 14,5 %, comparativement à 9,6 % pour l'indice de valeur Russell 3000. Tous les secteurs des actions mondiales ont progressé, à l'exception d'un seul. Le secteur de la technologie de l'information, qui comprend de nombreux titres de croissance et liés à l'IA, a été le plus performant, progressant de 15,1 %, tandis que le secteur défensif des services publics a tiré de l'arrière, cédant 1,5 %. Le rendement de ce secteur est conforme à la probabilité accrue d'un atterrissage en douceur de l'économie. Sur 12 mois, le meilleur résultat est venu du secteur de la technologie de l'information (53,8 %), et le pire, des services publics (0,4 %).



Taux de change
Périodes terminées le 29 février 2024

	USD courant	3 mois (%)	Cumul ann. (%)	1 an (%)	3 ans (%)	5 ans (%)
USD-CAD	1,3572	0,01	2,42	(0,54)	2,17	0,62
USD-EUR	0,9252	0,71	2,14	(2,14)	3,74	1,03
USD-GBP	0,7922	0,01	0,98	(4,71)	3,34	0,99
USD-JPY	149,9200	1,12	6,33	10,11	12,04	6,11

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

Marchés canadiens des titres à revenu fixe
Périodes terminées le 29 février 2024

	USD					CAD		
	3 mois (%)	Cumul ann. (%)	1 an (%)	3 ans (%)	5 ans (%)	3 mois (%)	1 an (%)	3 ans (%)
Marchés des titres à revenu fixe : rendement global								
Indice des oblig. universelles FTSE Canada RG	1,65	(4,03)	4,36	(4,24)	0,03	1,66	3,79	(2,17)

Marchés américains des titres à revenu fixe
Périodes terminées le 29 février 2024

	USD					CAD		
	3 mois (%)	Cumul ann. (%)	1 an (%)	3 ans (%)	5 ans (%)	3 mois (%)	1 an (%)	3 ans (%)
Marchés des titres à revenu fixe : rendement global								
FTSE US RG	2,12	(1,68)	3,31	(3,18)	0,58	2,14	2,75	(1,08)
Ind. glob. RT obl. amér. BbgBarc ¹	2,08	(1,68)	3,33	(3,16)	0,56	2,09	2,77	(1,06)

Marchés mondiaux des titres à revenu fixe
Périodes terminées le 29 février 2024

	USD					CAD		
	3 mois (%)	Cumul ann. (%)	1 an (%)	3 ans (%)	5 ans (%)	3 mois (%)	1 an (%)	3 ans (%)
Marchés des titres à revenu fixe : rendement global								
FTSE IMOG RG	1,56	(2,54)	3,68	(5,76)	(1,16)	1,57	3,12	(3,72)
FTSE Europe RG	(1,22)	(6,32)	(10,16)	(14,80)	(6,54)	(1,21)	(10,64)	(13,98)
FTSE Japon RG	(1,11)	(6,46)	(10,35)	(13,09)	(7,45)	(1,09)	(10,83)	(12,29)

Marchés canadiens des actions
Périodes terminées le 29 février 2024

	USD					CAD		
	3 mois (%)	Cumul ann. (%)	1 an (%)	3 ans (%)	5 ans (%)	3 mois (%)	1 an (%)	3 ans (%)
Marchés des actions : rendement global								
S&P/TSX composé	6,37	(0,04)	9,79	6,70	8,62	6,39	9,19	9,01
S&P/TSX 60	6,64	0,07	10,39	7,45	9,07	6,65	9,79	9,78
S&P/TSX petites capitalisations	4,16	(1,97)	0,80	(0,71)	5,39	4,18	0,26	1,44

Marchés américains des actions
Périodes terminées le 29 février 2024

	USD					CAD		
	3 mois (%)	Cumul ann. (%)	1 an (%)	3 ans (%)	5 ans (%)	3 mois (%)	1 an (%)	3 ans (%)
Marchés des actions : rendement global								
S&P 500 RG	11,98	7,11	30,45	11,91	14,76	11,99	29,75	14,34
S&P 400 RG	13,20	4,13	13,05	6,65	10,38	13,22	12,38	8,94
S&P 600 RG	11,94	(0,75)	6,50	2,31	7,72	11,96	5,93	2,79
Indice de valeur Russell 3000 RG	9,62	3,48	13,51	8,03	9,20	9,63	12,84	10,36
Indice de croissance Russell 3000 RG	14,46	9,25	43,97	11,37	17,98	14,48	43,12	13,77
Indice NASDAQ composé RG	13,32	7,33	41,63	7,69	17,38	13,33	40,86	10,02

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

Marchés mondiaux des actions

Périodes terminées le 29 février 2024

	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*	10,67	5,49	24,96	8,64	11,66	10,71	24,49	11,17
MSCI EAEO RG*	7,86	2,42	14,41	4,45	6,77	7,90	13,98	6,88
MSCI Europe RG*	6,51	1,44	12,60	5,97	7,30	6,54	12,18	8,43
MSCI Pacifique RG*	10,27	4,14	17,76	1,83	5,82	10,31	17,32	4,19
MSCI R.-U. RG*	3,15	(1,31)	5,45	7,10	4,44	3,19	5,06	9,59
MSCI France RG*	7,47	2,70	12,20	8,27	8,92	7,51	11,78	10,79
MSCI Allemagne RG*	7,65	3,11	14,98	1,18	5,20	7,69	14,55	3,53
MSCI Japon RG*	12,46	7,75	26,93	3,03	7,25	12,50	26,46	5,42
MSCI Marchés émergents RG*	3,80	(0,11)	8,73	(6,30)	1,89	3,84	8,32	(4,12)

Secteurs d'actions mondiaux

Périodes terminées le 29 février 2024

	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*	0,53	0,58	4,99	21,01	7,30	0,57	4,60	23,82
Matières RG*	3,74	(2,96)	6,62	4,21	9,06	3,77	6,22	6,63
Produits industriels RG*	13,58	5,58	23,90	9,00	10,36	13,62	23,44	11,53
Consommation discrétionnaire RG*	11,52	5,90	27,58	3,92	11,97	11,57	27,10	6,34
Consommation de base RG*	3,71	0,99	4,68	5,52	6,21	3,75	4,29	7,97
Soins de santé RG*	9,64	5,00	14,32	7,88	10,00	9,69	13,89	10,39
Services financiers RG*	11,48	5,25	14,58	9,04	8,98	11,52	14,15	11,58
Technologies de l'information RG*	15,14	10,42	53,78	14,76	22,99	15,19	53,21	17,42
Services de communications RG*	14,19	9,00	46,48	2,92	10,37	14,23	45,93	5,31
Services publics RG*	(1,45)	(4,29)	0,37	2,56	3,68	(1,42)	(0,00)	4,94
Immobilier RG*	5,36	(3,05)	3,44	0,43	1,58	5,40	3,05	2,77

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

Perspectives économiques

Pleins feux sur un atterrissage en douceur



Eric Lascelles

Directeur général et économiste en chef
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

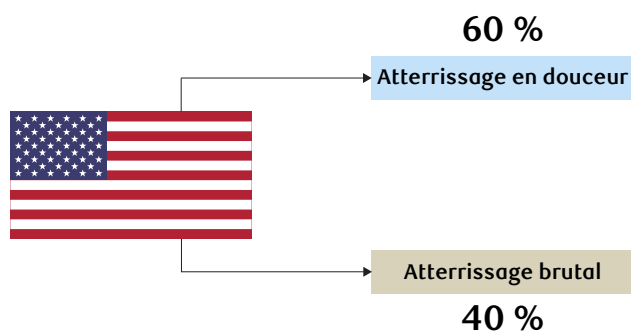
La probabilité d'un atterrissage en douceur – c.-à-d. que l'économie poursuive sa croissance malgré l'adversité – continue d'augmenter et s'établit maintenant à 60 % pour les États-Unis (figure 1). Ce scénario est désormais plus probable qu'une récession. Le virage a été inspiré par la solidité persistante des données économiques, qui ont dépassé les attentes, et par plusieurs signes de récession historiquement convaincants qui ont commencé à s'inverser.

Cependant, il n'y a pas lieu de faire grand cas de ce nouvel optimisme.

Tout d'abord, la transformation est plus progressive qu'il n'y paraît. Depuis longtemps, et encore maintenant, de multiples scénarios économiques sont envisageables. Les chances

d'un atterrissage en douceur étaient déjà considérables au dernier trimestre, et la probabilité d'un atterrissage brutal, bien qu'ayant diminué à 40 %, laisse planer le risque bien réel d'une récession. Divers signes traditionnels de récession demeurent orientés dans ce sens, même s'ils sont de moins en moins nombreux dans l'ensemble (figure 2).

Figure 1 : Deux scénarios macroéconomiques contradictoires pour 2024



Source : RBC GMA

Figure 2 : Signes de récession notables mais moins marqués

Signe	Prévision d'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
Baisse du volume des échanges mondiaux	Oui
Cycle de resserrement monétaire	Probable
Modèle de récession de RBC GMA	Probable
Tendance de nouvelles sur la « récession » dans Google	Peut-être
Chute de l'indicateur avancé Duncan	Peut-être
Augmentation du chômage	Peut-être
Bond des demandes de prestation d'assurance-chômage	Non
Resserrement des normes de crédit	Non
Hausse du prix du pétrole	Non

Nota : Au 7 février 2024. Analyse de l'état de l'économie aux États-Unis.
Source : RBC GMA

En outre, le fossé entre un atterrissage en douceur et un atterrissage brutal, bien qu'important, est plus petit qu'il le semble à première vue. Nous ne prévoyons qu'une croissance économique de modeste à modérée dans le scénario d'atterrissage en douceur, contre seulement un léger déclin dans le scénario d'atterrissage brutal. Le risque d'une profonde récession est maintenant faible.

Le pronostic pour les autres marchés développés s'est également amélioré, mais demeure moins prometteur que pour les États-Unis, la probabilité de récession se situant à environ 50 % pour la prochaine année.

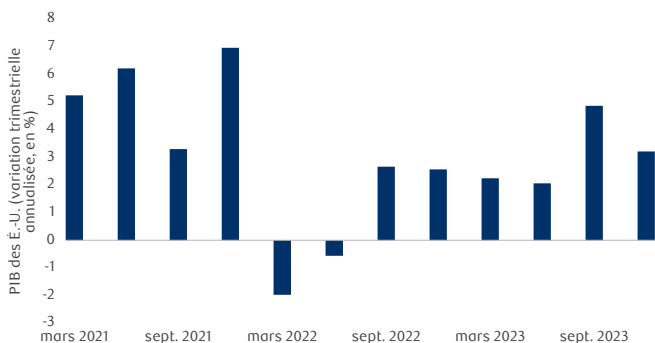
Du point de vue des marchés financiers, cette évolution n'a pas provoqué de réévaluation majeure de la répartition de l'actif. Bien qu'un plus grand optimisme économique plaide, toutes choses étant égales par ailleurs, pour une prise de risque accrue, les valorisations du marché supposent déjà un résultat positif et laissent peu de place à un scénario négatif. De plus, les titres à revenu fixe continuent d'offrir des valorisations plus attrayantes que celles de la plupart des actifs à risque.

La probabilité d'un atterrissage en douceur s'accroît

Plusieurs facteurs ont motivé le relèvement de la probabilité d'un atterrissage en douceur de l'économie américaine à 60 %.

Premièrement, la croissance économique américaine a continué de déjouer les attentes d'un ralentissement

Figure 3 : L'économie américaine est restée obstinément résiliente



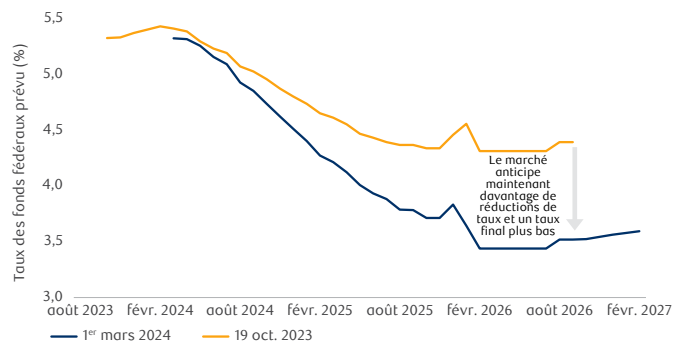
Nota : Données au T4 de 2023. Sources : Bureau of Economic Analysis des États-Unis, Macrobond, RBC GMA

(figure 3). Le taux de croissance a été tout à fait remarquable au cours des deux derniers trimestres et il est bon depuis 18 mois. Alors que la théorie économique montre clairement qu'une forte augmentation des taux d'intérêt est censée nuire à la croissance, il n'y a eu en réalité que de légers dommages. Lorsque les données économiques s'écartent de la théorie pendant un trimestre ou deux, la meilleure pratique consiste sans doute à s'en tenir à ses prévisions. Toutefois, lorsque les données dépassent continuellement les attentes – sans montrer de signe particulier de décélération imminente – il est plutôt préférable de reconnaître que l'économie possède une force qui, bien que mal comprise, est bien réelle.

Deuxièmement, l'inflation a reculé par rapport aux sommets exceptionnels de 2022, de sorte qu'elle freine nettement moins l'économie. Il est difficile pour les entreprises, les ménages et les gouvernements de planifier l'avenir et de mener efficacement leurs activités lorsque les prix grimpent rapidement, mais ce problème s'est aujourd'hui essentiellement estompé.

Troisièmement, la Réserve fédérale américaine (Fed) et d'autres banques centrales ont mis fin au relèvement des taux et parlent maintenant de faire marche arrière à un rythme qui favorise la croissance sans attiser l'inflation. La politique monétaire devrait devenir un peu moins restrictive au cours de la prochaine année, ce qui amenuisera l'argument principal en faveur d'un atterrissage brutal (figure 4).

Figure 4 : Le marché s'attend maintenant à une baisse importante des taux

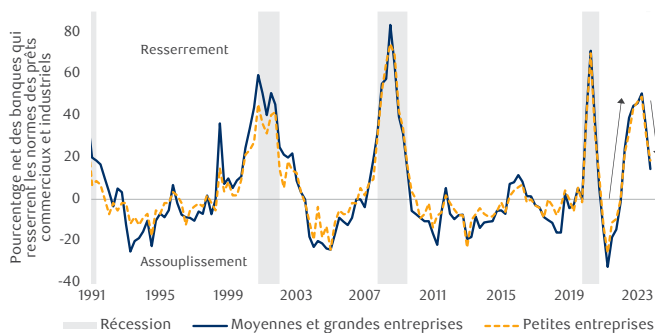


Nota : Au 1^{er} mars 2024. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Quatrièmement, plusieurs signes de récession se sont résorbés, réduisant ainsi la probabilité d'une récession :

- Une récession s'est produite les quatre fois précédentes où l'enquête auprès des responsables du crédit aux États-Unis a fait état d'un resserrement des normes de prêt aussi prononcé qu'en 2023. Toutefois, les conditions de crédit commencent maintenant à s'assouplir, laissant croire qu'une récession pourrait être évitée cette fois-ci (figure 5).
- Une récession est survenue les cinq dernières fois où les ménages américains ont réduit considérablement leurs intentions d'achat de biens ménagers durables. Or, ces intentions sont de nouveau à la hausse, ce qui donne à penser que le risque maximal de récession est derrière nous (figure 6).

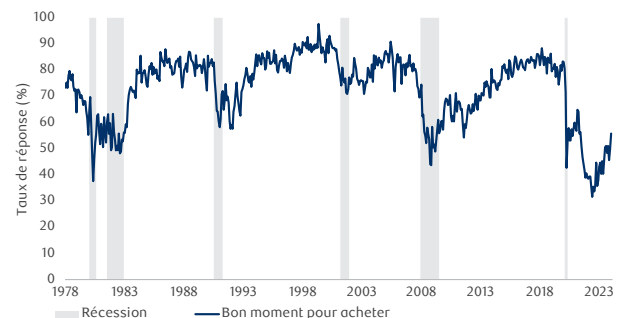
Figure 5 : Les conditions de crédit aux entreprises se sont assouplies aux États-Unis



Nota : Sondage sur les pratiques de crédit bancaire auprès des premiers agents des prêts, janvier 2024. Sources : Federal Reserve Board, Macrobond, RBC GMA

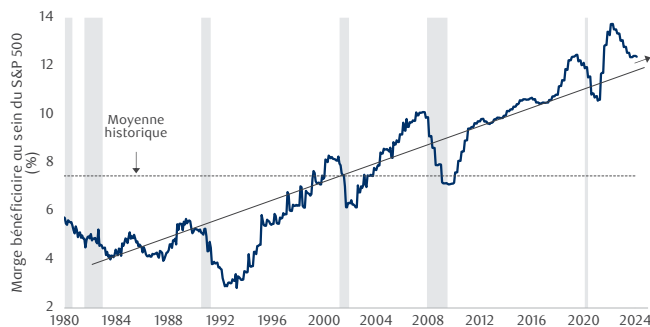
- Une récession a eu lieu les quatre dernières fois où les marges bénéficiaires au sein de l'indice S&P 500 ont chuté de façon importante. Les marges bénéficiaires ont de nouveau brusquement fléchi au cours des dernières années, mais elles ont commencé à se rétablir timidement sans l'avènement d'une récession (figure 7).
- Même si l'indice ISM du secteur manufacturier et sa composante des nouvelles commandes n'ont jamais vraiment baissé à des niveaux représentatifs d'une récession, ils sont tombés bien en deçà de la normale, à des niveaux correspondants à une contraction du secteur manufacturier. Cela dit, au cours des derniers mois, la tendance a commencé à s'inverser quelque peu (figure 8).

Figure 6 : Les consommateurs sont plus nombreux à penser que le moment est propice pour acheter des biens ménagers durables de grande taille



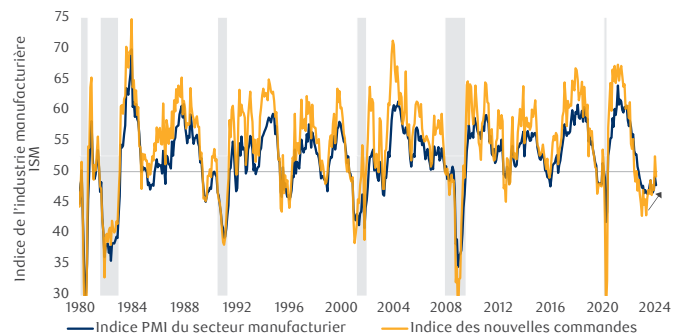
Nota : Données en date de janvier 2024. Sources : Université du Michigan, Macrobond, RBC GMA

Figure 7 : Stabilisation des marges bénéficiaires du S&P 500



Nota : Données en date de février 2024. La zone ombrée représente une récession. Sources : RBC Marchés des Capitaux, Bloomberg, RBC GMA

Figure 8 : L'activité manufacturière aux États-Unis a rebondi



Nota : Données en date de février 2024. La zone ombrée représente une récession. Sources : ISM, Haver Analytics, RBC GMA

Amélioration des prévisions de croissance

Un atterrissage en douceur étant maintenant probable, les prévisions de croissance de notre scénario de base ont augmenté. Au lieu d'une récession au premier semestre de 2024, nous prévoyons maintenant une croissance modeste.

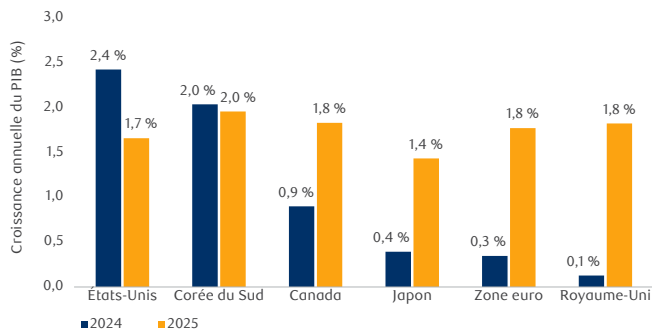
Nous avons relevé nos prévisions de croissance du PIB en 2024 pour l'ensemble des pays développés. Les révisions haussières vont de 0,7 point de pourcentage pour la zone euro et le Royaume-Uni à 2,1 points de pourcentage pour les États-Unis, où la vigueur exceptionnelle à la fin de 2023 et l'excellent départ en 2024 ont encore renforcé les prévisions. (Le Japon fait exception ; les prévisions pour ce pays n'ont guère changé, car l'amélioration des perspectives pour le premier semestre de 2024 a été neutralisée par les piètres résultats à la fin de 2023.)

Comme nos prévisions de croissance pour 2024 ont été revues à la hausse, elles sont maintenant à peu près conformes aux prévisions générales pour la plupart des pays, et même légèrement supérieures pour ce qui est des États-Unis et du Canada (figure 9). Nous anticipons une croissance du PIB de 2,4 % aux États-Unis en 2024, ce qui est bien supérieur au taux de 0,9 % au Canada, ainsi qu'à la faible progression prévue au Japon, dans la zone euro et au Royaume-Uni.

Les perspectives pour 2025 supposent une croissance modérée continue, les économies enregistrant une légère accélération dans la foulée des baisses de taux des banques centrales.

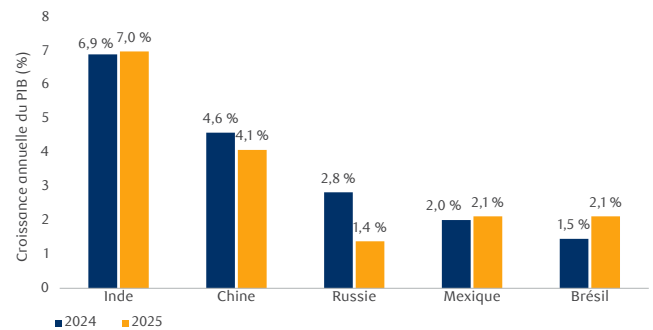
Les prévisions de croissance pour les marchés émergents ont également été légèrement revues à la hausse, reflétant essentiellement les retombées de la vigueur accrue des économies développées (figure 10).

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



Nota : Données en date du 23 février 2024. Source : RBC GMA

Figure 10 : Croissance du PIB des pays émergents prévue par RBC GMA



Nota : Données en date du 23 février 2024. Source : RBC GMA



Atterrissage brutal toujours possible

Le scénario d'atterrissage en douceur mérite la plus grande attention, mais il n'est pas garanti. Une récession demeure possible, les chances étant de 40 %.

Les taux d'intérêt ont considérablement augmenté au cours des dernières années, donnant en théorie un sérieux coup de frein à l'économie (figure 11). Comme cet effet négatif atteint habituellement un sommet quelques années après le début des hausses de taux, l'année 2024 méritera une attention toute particulière (figure 12).

Figure 11 : Les taux obligataires ont reculé en raison des prévisions de baisse des taux, mais ils augmentent maintenant sous l'effet de la vigueur des données économiques

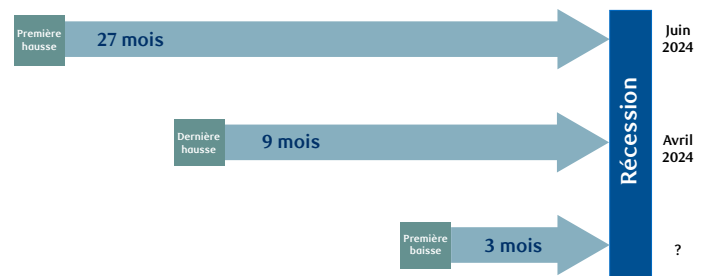


Nota : Au 1^{er} mars 2024. La zone ombrée représente une récession.
Sources : Trésor américain, Macrobond, RBC GMA

L'incidence négative de la hausse des taux d'intérêt est peut-être minime jusqu'à présent aux États-Unis, mais elle se fait nettement sentir dans les autres pays développés. Par exemple, les données économiques de la zone euro demeurent sensiblement plus faibles que celles des États-Unis (figure 13).

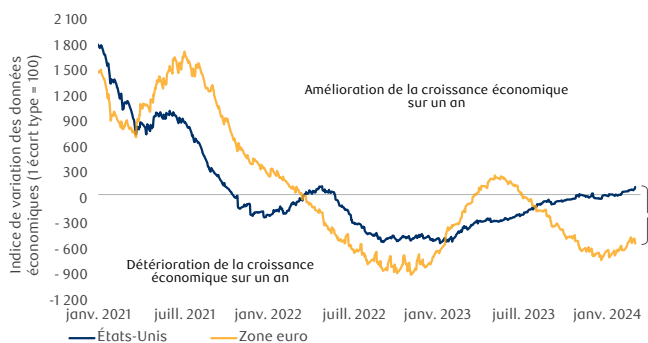
Les économies britannique, allemande et japonaise viennent de connaître deux trimestres consécutifs de recul du PIB (figure 14). C'est ce qu'on appelle traditionnellement une « récession technique ». À notre avis, une véritable

Figure 12 : Les cycles monétaires américains historiques laissent entendre que la possibilité de récession persiste



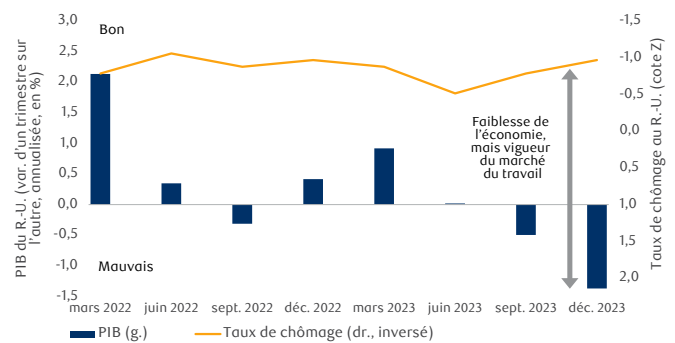
Nota : Au 9 février 2024. Analyse de l'état de l'économie aux États-Unis.
Source : RBC GMA

Figure 13 : Écart de croissance économique entre la zone euro et les États-Unis



Nota : Au 1^{er} mars 2024. Sources : Citigroup, Bloomberg, RBC GMA

Figure 14 : Divergence entre l'économie et l'emploi au R.-U.



Nota : PIB au quatrième trimestre de 2023, chômage en novembre 2023. Le taux de chômage a été normalisé sur les 10 dernières années et reporté sur un axe inversé pour montrer des données économiques positives allant dans la même direction. Sources : Office for National Statistics du Royaume Uni, Macrobond, RBC GMA

récession s'accompagne aussi d'un affaiblissement du marché du travail, ce qui ne s'est toujours pas produit sur ces marchés. Il est plus exact de dire que les pays développés, à l'exception des États-Unis, connaissent des difficultés, mais ne s'effondrent pas. Même si le risque de récession est plus élevé à l'extérieur des États-Unis, ce pays ne peut s'attendre à être totalement à l'abri des effets du relèvement des taux d'intérêt, quand d'autres pays y ont succombé de façon aussi manifeste.

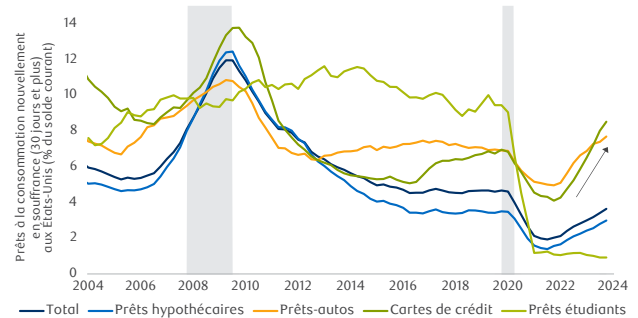
Aux États-Unis, deux des facteurs qui ont stimulé l'économie en 2023 étaient l'enthousiasme des consommateurs et les dépenses budgétaires. Ces éléments pourraient devenir moins favorables au cours de la prochaine année. Certains ménages commencent à être accablés par la hausse des taux d'intérêt (figure 15). Le FMI et l'OCDE prévoient tous deux un freinage budgétaire aux États-Unis en 2024 (figure 16), bien que des considérations liées à une année d'élection pourraient donner lieu à un soutien budgétaire supplémentaire.

À l'opposé de la liste ci-dessus de signes de récession qui se sont maintenant inversés, plusieurs indicateurs restent résolument moroses :

- La courbe de rendement demeure inversée, ce qui est un signe avant-coureur classique de récession, bien que criant au loup depuis une période inhabituellement longue.
- L'indice économique avancé du Conference Board pour les États-Unis continue de fléchir, un signe de récession qui, par le passé, a été sans faille (figure 17).
- Le commerce mondial, sur une base corrigée de l'inflation, continue de diminuer, ce qui constitue un indicateur fiable de récession. Cela dit, le commerce pourrait commencer à se stabiliser.

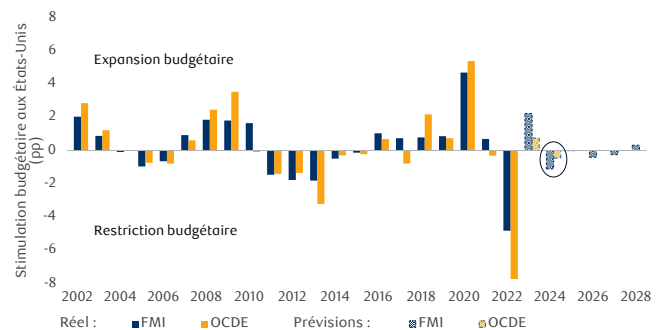
« L'emploi temporaire aux États-Unis régresse, ce qui a traditionnellement été annonciateur d'une récession. »

Figure 15 : Le taux de défaillance sur les prêts à la consommation aux États-Unis est actuellement en hausse



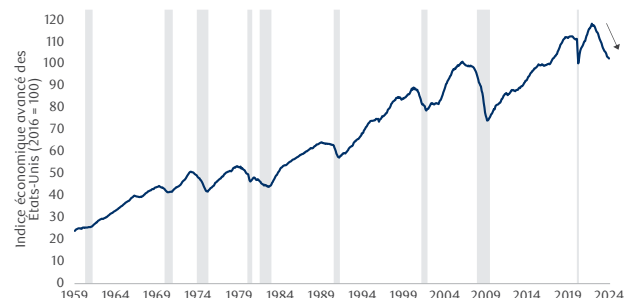
Nota : Données au T4 de 2023. La zone ombrée représente une récession. Sources : FRBNY, Macrobond, RBC GMA

Figure 16 : 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 (novembre 2023), Macrobond, RBC GMA

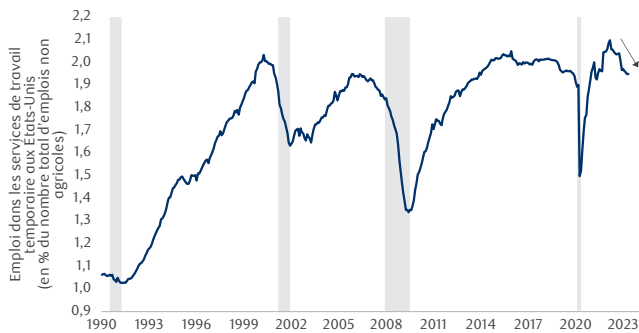
Figure 17 : L'indice économique avancé des États-Unis continue de fléchir



Nota : Données en date de janvier 2024. La zone ombrée représente une récession. Source : The Conference Board, Macrobond, RBC GMA

- L'emploi temporaire aux États-Unis régresse, ce qui a traditionnellement été annonciateur d'une récession (figure 18). Cependant, ce signal pourrait être erroné cette fois-ci, car les entreprises ne licencient pas vraiment les travailleurs temporaires, mais leur attribuent plutôt des postes à temps plein dans un marché du travail tendu.
- Enfin, bien que la règle de Sahm (une augmentation de 0,5 point de pourcentage de la moyenne mobile sur trois mois du taux de chômage aux États-Unis) n'ait pas encore donné de signal catégorique de récession, le taux de chômage américain semble avoir touché un creux et s'est légèrement redressé. Dans le passé, un tel renversement a été rapidement suivi d'une hausse du taux de chômage et d'une récession (figure 19).

Figure 18 : La baisse du travail temporaire aux États-Unis précède habituellement la récession



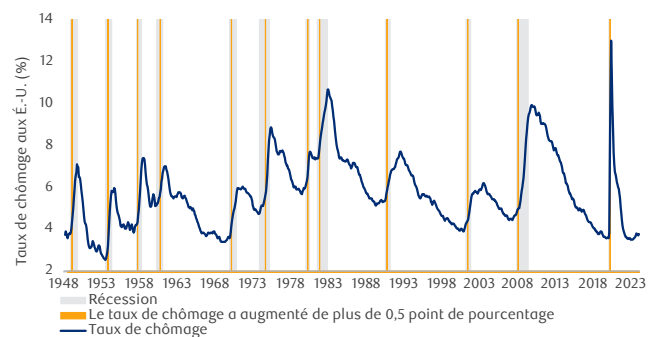
Nota : Données en date de janvier 2024. La zone ombrée représente une récession. Sources : BLS, Macrobond, RBC GMA

Manifestement, le problème est qu'il y a des arguments convaincants appuyant à la fois un atterrissage brutal et un atterrissage en douceur. Notre feuille de pointage du cycle économique reflète cette confusion (figure 20). Bien que la majorité des paramètres plaident encore en faveur de la thèse selon laquelle le cycle économique est avancé et donc vulnérable à un ralentissement, un nombre élevé et croissant d'entre eux indiquent maintenant qu'il s'agit du début d'un nouveau cycle.

L'inflation diminue de façon moins constante

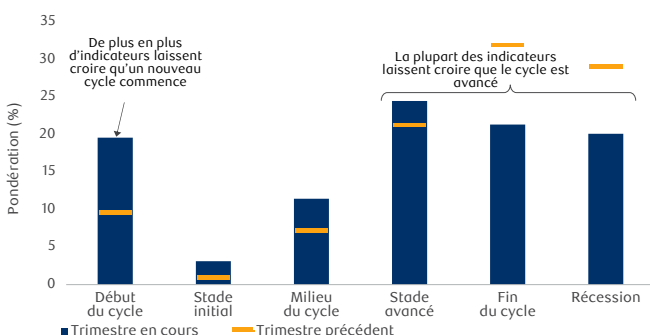
L'inflation a fortement chuté par rapport à son sommet de 2022 (figure 21). Trois des quatre principaux facteurs ayant contribué à l'inflation galopante ont été maîtrisés. Le choc

Figure 19 : Peu de possibilités de ralentir l'économie sans déclencher une récession



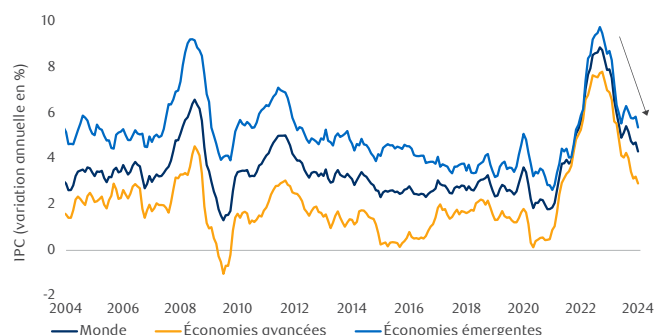
Nota : Données en date de février 2024. Moyenne mobile sur trois mois du taux de chômage. Sources : Bureau of Labor Statistics, NBER, Macrobond, RBC GMA

Figure 20 : Pointage des stades du cycle de l'économie américaine



Nota : Au 2 février 2024. Calcul effectué à l'aide de la technique de la feuille de pointage par RBC GMA. Source : RBC GMA

Figure 21 : L'inflation mondiale a diminué, mais elle demeure élevée



Nota : Données en date de janvier 2024. Sources : Haver Analytics, Macrobond, RBC GMA

des marchandises s’est estompé, les chaînes logistiques ont résolu leurs problèmes liés à la pandémie et les banques centrales ont mis fin à leurs mesures extraordinaires de stimulation. Le seul facteur d’inflation qui ne s’est pas encore complètement inversé est la politique budgétaire : certains gouvernements, à commencer par celui des États-Unis, affichent toujours des déficits importants qui n’aident pas à la poursuite du repli de l’inflation.

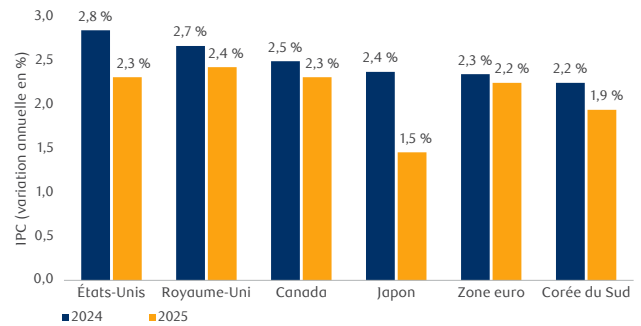
Le rythme d’amélioration de l’inflation a ralenti et a été beaucoup plus saccadé au cours des derniers trimestres. Aux États-Unis, cette situation est liée en partie à la résilience de l’économie – une complication qui persistera si le scénario d’atterrissage en douceur se poursuit. À l’inverse, une récession endiguerait résolument, quoique douloureusement, la croissance des salaires et saperait le pouvoir de fixation des prix des entreprises, ce qui permettrait de vaincre plus rapidement les derniers démons inflationnistes.

Étant donné que notre hypothèse de base ne tient plus compte d’une récession, nous avons revu nos prévisions d’inflation à la hausse par rapport au trimestre précédent, et elles ne sont plus nettement inférieures aux prévisions générales (figure 22). Le parcours de l’inflation, de la fourchette actuelle de 2,75 % à 3,50 % jusqu’à la cible de 2,00 %, sera plus difficile : plus lent, plus cahoteux et, en définitive, moins certain.

Cependant, nous sommes toujours d’avis que l’inflation est plus susceptible de reculer que de grimper. Les pressions sur les salaires s’atténuent graduellement malgré le faible taux de chômage (figure 23).

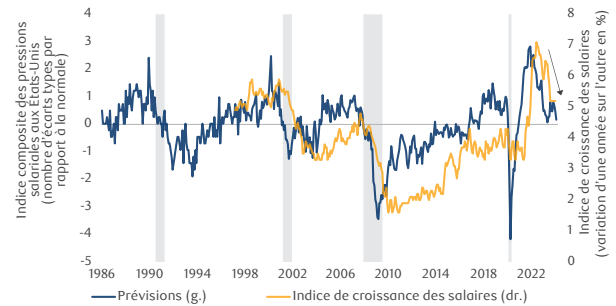
L’inflation des biens a déjà disparu. L’inflation des services, bien qu’encore trop élevée, est aussi clairement en baisse (figure 24). À l’heure actuelle, les coûts du logement sont le facteur le plus important de l’inflation élevée (figure 25). Mais ils devraient aussi diminuer. Aux États-Unis, la hausse des loyers a déjà ralenti de façon importante, et de récentes améliorations apparaîtront dans l’indice des prix à la consommation avec un certain décalage. En outre, l’étendue de la poussée d’inflation se rétrécit, ce qui montre que ce ne sont pas seulement les grandes composantes comme les prix de l’essence et des voitures neuves qui ont cessé leur ascension rapide, mais aussi un éventail de composantes plus petites (figure 26).

Figure 22 : Croissance de l’IPC dans les pays développés prévue par RBC GMA



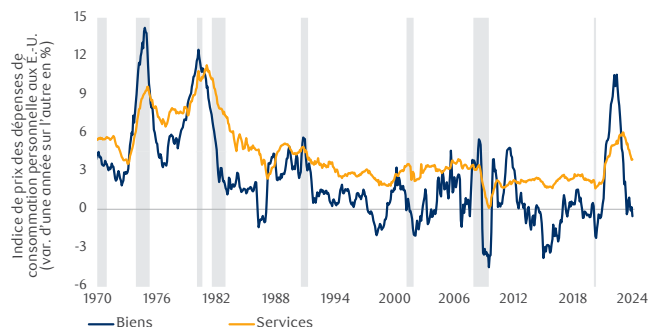
Nota : Données en date du 23 février 2024. Source : RBC GMA

Figure 23 : Les pressions salariales se sont apaisées aux États-Unis



Nota : Indice de croissance des salaires de la Réserve fédérale d’Atlanta en date de janvier 2024, prévisions relatives aux salaires en date de février 2024. L’indice composite des pressions salariales reflète les intentions des entreprises d’augmenter les salaires. La zone ombrée représente une récession. Sources : Macrobond, RBC GMA

Figure 24 : L’inflation tant des biens que des services diminue



Nota : Données en date de janvier 2024. La zone ombrée représente une récession. Sources : BEA, Macrobond, RBC GMA

Changement de cap des banques centrales

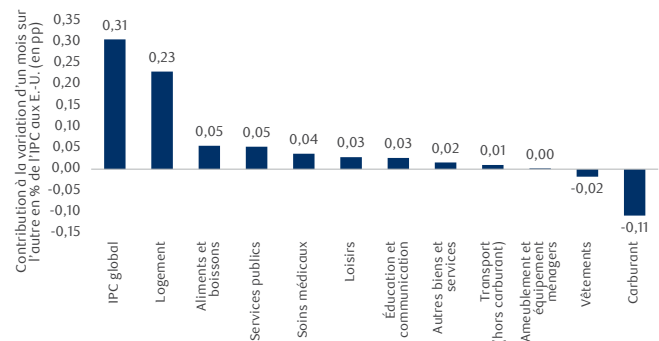
L'ère des hausses de taux des banques centrales a pris fin l'an dernier. Un nombre peu élevé, mais croissant de banques centrales entament maintenant le retrait de ce resserrement (figure 27). Jusqu'à présent, les taux ont chuté exclusivement dans les pays émergents, où l'inflation, les taux de change et les flux de capitaux ont tendance à être plus volatils. Cette tendance sera toutefois à surveiller, puisque ce sont les banques centrales des pays émergents qui ont mené le bal durant la période du durcissement monétaire.

Les principales banques centrales des pays développés annoncent maintenant des baisses de taux en 2024. Leur motivation tient à trois éléments. Tout d'abord, l'inflation a chuté de façon marquée, et il est raisonnable de prévoir qu'elle diminuera encore un peu. Ensuite, la plupart de ces pays ont connu un ralentissement de la croissance trop prononcé au cours de la dernière année, et cherchent donc à stabiliser leur économie. Enfin, les taux directeurs sont incontestablement restrictifs et il y a donc une tendance naturelle à la baisse des taux au fil du temps.

Les États-Unis font nettement exception, car leur économie a continué de se comporter admirablement au cours de la dernière année. Cette bonne tenue s'explique en partie par une sensibilité moindre aux taux d'intérêt et en partie par des dépenses de consommation et un soutien budgétaire particulièrement élevés. La Fed devrait donc être moins encline à réduire les taux, mais elle a en fait annoncé son intention de les abaisser plus vigoureusement que bon nombre de ses pairs. Un tel choix pourrait être attribué à une stratégie de communication plus transparente, mais possiblement aussi au fait que les taux élevés ont commencé à miner même l'économie américaine, comme en témoignent la hausse des taux de défaillance des prêts à la consommation, les préoccupations relatives à l'immobilier commercial et les problèmes que rencontrent certaines banques.

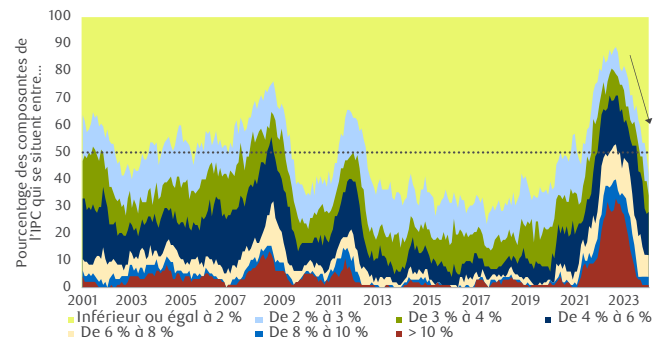
Si le scénario d'atterrissage en douceur se poursuit, les baisses de taux pourraient prendre plus de temps à se concrétiser et être plus progressives que ce que croit le marché. Nous prévoyons cinq baisses de taux de 25 points de base aux États-Unis au cours de la prochaine année. Bien sûr, en cas de récession, les banques centrales sont

Figure 25 : Contribution au dernier taux d'inflation mensuel aux États-Unis



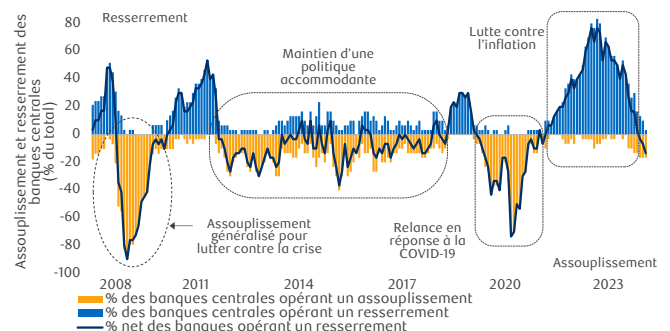
Nota : Données en date de janvier 2024. Sources : BLS des É.-U., Macrobond, RBC GMA

Figure 26 : L'inflation élevée n'est plus généralisée aux États-Unis



Nota : Données en date de janvier 2024. 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 : Les banques centrales amorcent l'abaissement des taux d'intérêt



Nota : Au 29 février 2024. Graphique établi d'après les taux directeurs de 30 pays. Sources : Haver Analytics, RBC GMA

capables d'intervenir de façon beaucoup plus musclée et un assouplissement de plusieurs centaines de points de pourcentage est possible.

Principaux risques

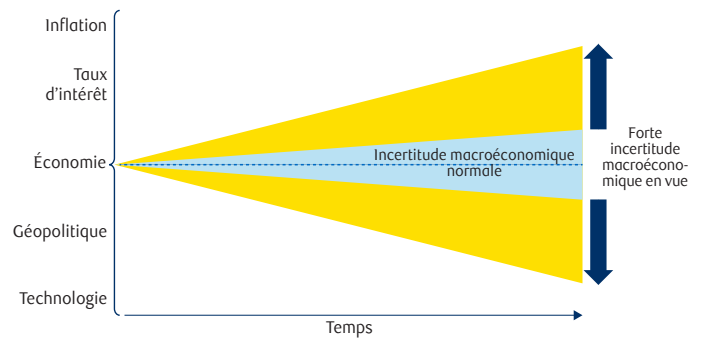
Divers risques sont associés au scénario de base. Pour commencer, une incertitude plus grande que d'habitude entoure un éventail de variables, notamment la trajectoire de l'économie, l'inflation, les taux d'intérêt, la situation géopolitique et le rythme des progrès technologiques (figure 28).

Le contexte géopolitique demeure complexe et difficile. La guerre en Ukraine se poursuit, alors que la Russie fait des gains supplémentaires et que le soutien international à l'Ukraine faiblit. Ce facteur pourrait avoir des conséquences sur l'économie européenne et le prix de l'énergie à l'échelle mondiale.

Le Moyen-Orient reste dans la tourmente. Les combats se poursuivent à Gaza et des flambées de violence ont lieu en Israël, en Cisjordanie, au Liban, en Syrie, en Jordanie, en Irak, en Iran et au Yémen, allant même jusqu'à une frappe aérienne menée par l'Iran au Pakistan. Du point de vue économique au sens strict, le conflit est susceptible de se répercuter sur l'économie mondiale principalement de deux façons : par le biais des prix du pétrole et la capacité d'acheminement des biens dans la région. Jusqu'à présent, les prix pétroliers n'ont pas été très touchés. Toutefois, les chaînes logistiques ont été perturbées par des tirs de missiles sur des navires qui tentaient de traverser la mer Rouge pour emprunter le canal de Suez, ce qui a entraîné une hausse des coûts d'expédition et une légère accentuation de l'inflation en Europe en particulier (figure 29).

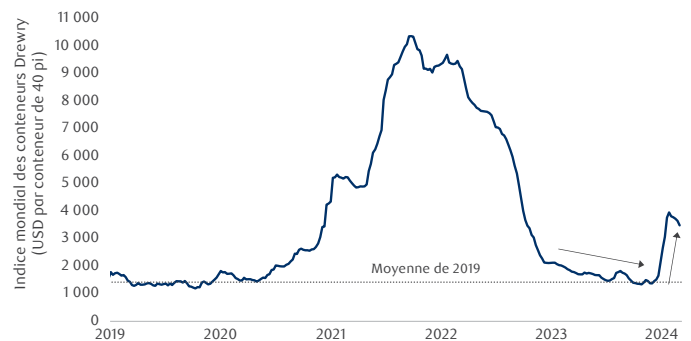
Les relations entre les États-Unis et la Chine demeurent glaciales, et bien qu'elles aient récemment été un peu plus harmonieuses que ces dernières années, un apaisement considérable des frictions est peu probable. Les risques de baisse à ce chapitre ne manquent donc pas et comprennent l'imposition possible d'importants droits de douane supplémentaires à la Chine dans l'éventualité d'une réélection de Trump, ou si la Chine poursuivait plus activement ses revendications sur Taïwan.

Figure 28 : L'incertitude macroéconomique demeure relativement élevée

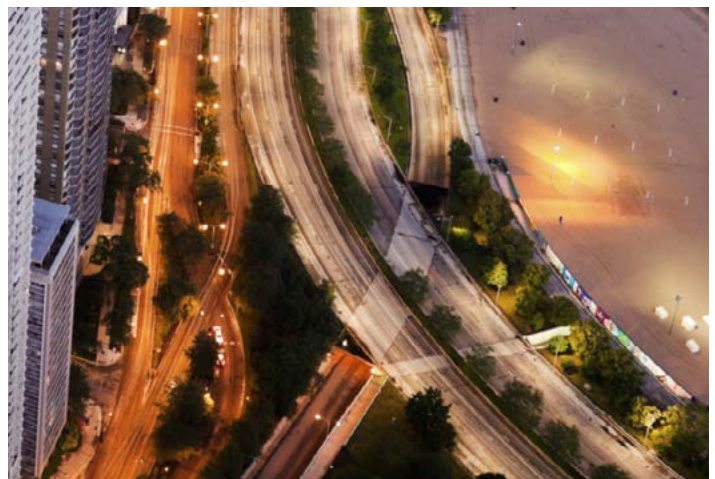


Nota : Au 4 mars 2024. Source : RBC GMA

Figure 29 : Les coûts de transport ont augmenté sous l'effet des tensions en mer Rouge



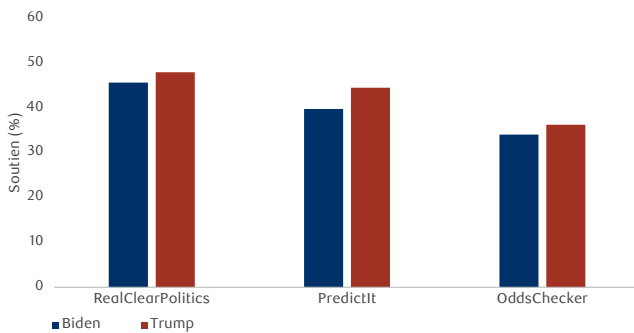
Nota : Données pour la semaine se terminant le 3 mars 2024. Sources : Drewry Supply Chain Advisors, Macrobond, RBC GMA



Une grande incertitude entoure également l'élection américaine de novembre. À l'heure actuelle, il semble que le scrutin sera une reprise de celui de 2020, le duel opposant le président Biden à l'ancien président Trump. Selon les sondages et les marchés des paris, la course sera serrée et Trump détient une légère avance (figure 30). Même si les deux candidats n'ont aucun scrupule à enregistrer un déficit et partagent une aversion pour la Chine, il y a aussi des différences majeures entre leurs programmes. Biden est le plus respectueux de l'environnement des deux, tandis que Trump est plus favorable aux entreprises, avec des propositions de baisses d'impôt pour les sociétés et de déréglementation qui devraient être bien accueillies par les marchés. Par contre, les projets de tarifs douaniers de Trump et son désir de freiner l'immigration constituent des facteurs économiques négatifs. Ses tendances isolationnistes sont susceptibles de réduire la stabilité mondiale tout en faisant des gagnants et des perdants à l'échelle internationale. Surtout, l'incertitude politique s'accroît avec Trump à la présidence.

L'évolution technologique est peut-être la seule grande source d'incertitude macroéconomique qui s'accompagne de risques résolument positifs. Nous vivons une période de

Figure 30 : Élection présidentielle de 2024 aux États-Unis : Biden contre Trump



Nota : Les moyennes des sondages de RealClearPolitics (RCP) (3 mars 2024) ne portent que sur l'opposition Biden-Trump. D'autres reconnaissent la possibilité que d'autres candidats se présentent à l'élection. La probabilité de victoire est calculée par PredictIt (4 mars 2024) selon les données des marchés de prédiction. La probabilité de victoire est calculée par OddsChecker (4 mars 2024) selon la médiane des cotes quotidiennes des paris. Sources : OddsChecker, PredictIt, RCP, Macrobond, RBC GMA

progrès particulièrement impressionnants. L'intelligence artificielle (IA) générative devrait continuer d'évoluer à grands pas, en phase avec les avancées de la détection informatisée et de la robotique, et une variété d'innovations dans le domaine des soins de santé. Ces développements devraient stimuler les investissements à court terme et la productivité à moyen et à long terme. Nous anticipons une accélération modérée de la croissance de la productivité, mais il existe un scénario haussier dans lequel l'IA deviendrait la prochaine technologie à usage général dans le monde et finirait par toucher pratiquement tous les aspects du quotidien. La croissance de la productivité pourrait alors s'accélérer plus intensément que nous ne l'avions prévu et rester élevée pendant une décennie ou plus. Une telle évolution aurait des répercussions extrêmement positives sur la prospérité économique et le marché boursier, et pourrait faire baisser l'inflation et augmenter les taux obligataires corrigés de l'inflation.

Difficultés en Chine

L'économie de la Chine demeure freinée par la faiblesse du marché du logement. La chute des ventes de logements, la baisse des prix et l'insolvabilité de certains constructeurs ont de vastes répercussions sur l'économie du pays puisque, fait remarquable, la construction d'habitations représente un quart du PIB. La situation financière des gouvernements locaux est également touchée, étant donné leur dépendance aux ventes de terrains pour pallier le manque de revenus, l'énorme dette publique locale à risque, et l'effet néfaste que la faiblesse des prix des logements a sur les ventes au détail, puisque le logement occupe une place prépondérante dans le patrimoine des ménages chinois. Il y a un risque que ces problèmes conduisent à une instabilité financière, même s'il ne s'agit pas de notre scénario de base.

« Malgré cette décélération, la Chine devrait aisément rester le moteur le plus important de la croissance économique mondiale. »

Malgré tout, compte tenu du pessimisme incessant à l'égard de l'économie de la Chine et de ses perspectives à court terme, il convient de préciser que le pays est loin de s'effondrer. La production industrielle progresse à un rythme raisonnable et la Chine compense partiellement la baisse des échanges commerciaux avec les États-Unis en approfondissant ses liens avec des pays en développement. Somme toute, le PIB de la Chine est en voie de connaître une croissance respectable de 4,6 % en 2024 (figure 31).

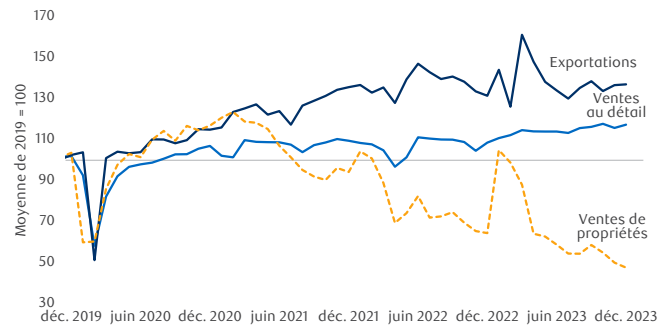
Certes, le marché du logement de la Chine a peu de chances de se redresser rapidement compte tenu des problèmes structurels, et les frictions géopolitiques avec l'Occident ne peuvent pas non plus être ignorées. La diminution de la population chinoise est un défi, tout comme les décisions qui ont accordé la priorité à l'État plutôt qu'au secteur privé. Nous prévoyons une croissance du PIB réel de l'ordre de 3 % à 4 % une fois que le pays aura terminé sa reprise post-pandémique, ce qui est loin de la progression de plus de 6 % enregistrée régulièrement dans les années 2010. Toutefois, malgré cette décélération, la Chine devrait aisément rester le moteur le plus important de la croissance économique mondiale. Soit dit en passant, l'Inde est en voie de prendre le deuxième rang, devant les États-Unis. Les pays émergents devraient collectivement générer plus de 80 % de la croissance économique mondiale au cours des cinq prochaines années.

Dilemmes canadiens

Jusqu'à présent, l'économie canadienne a tiré de l'arrière sur celle des États-Unis, tout en surpassant légèrement celles du Royaume-Uni et de la zone euro. Une authentique faiblesse de l'économie se reflète dans plusieurs trimestres de stagnation du PIB et dans les faibles attentes des entreprises (figure 32).

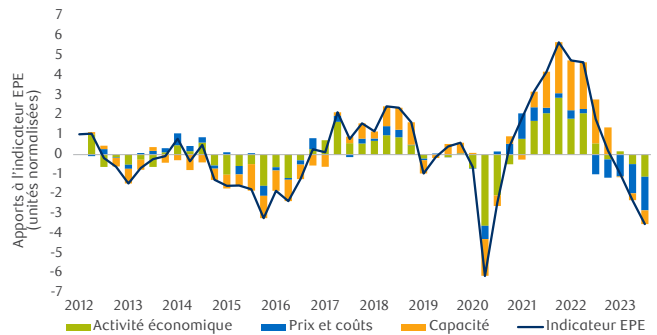
Plusieurs enjeux propres au Canada méritent d'être examinés. Le pays est très sensible aux taux d'intérêt en raison de l'endettement élevé des ménages et d'une piètre accessibilité à la propriété. Cette sensibilité, conjuguée à des taux d'intérêt élevés, explique en grande partie les difficultés économiques récentes du Canada. Nous prévoyons que les prix des maisons resteront à peu près stables au cours des prochaines années, car les prêts hypothécaires à taux fixe continuent d'être renouvelés à des taux plus élevés (figure 33).

Figure 31 : En Chine, les indicateurs économiques mensuels indiquent une croissance médiocre



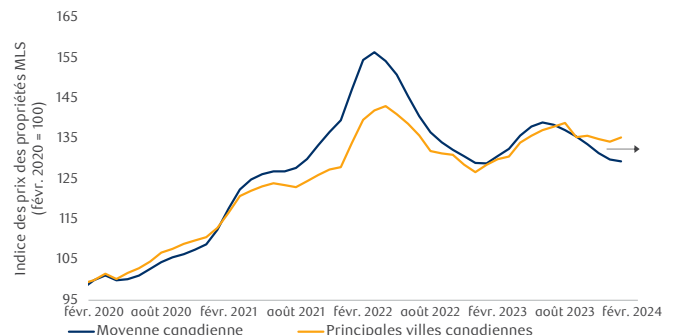
Nota : En date de décembre 2023. La moyenne de 2019 a été indexée sur 100. Sources : Haver Analytics, RBC GMA

Figure 32 : L'indicateur de l'Enquête sur les perspectives des entreprises canadiennes continue de se dégrader



Nota : Données au T4 de 2023. Sources : Enquête sur les perspectives des entreprises de la Banque du Canada, Macrobond, RBC GMA

Figure 33 : Les prix des logements au Canada resteront faibles



Nota : Données en date de janvier 2024. Sources : ACI, Macrobond, RBC GMA

Le taux de croissance démographique du Canada a été le plus élevé parmi les pays développés au cours des dernières années, le nombre de résidents ayant augmenté de plus de 1,25 million rien qu'en 2023 (figure 34). Les facteurs sous-jacents de cette immigration vigoureuse ont probablement atteint leur apogée maintenant que le gouvernement limite les visas temporaires. Ainsi, la croissance démographique devrait être rapide, mais plus lente en 2024, et devenir simplement robuste par la suite. Cette expansion de la population a renforcé le taux de croissance économique global du Canada en stimulant la demande, mais elle a eu des conséquences néfastes, dont une baisse de la productivité et une pénurie de logements.

À l'inverse, la productivité canadienne a été atroce. Après avoir chuté brutalement au cours de la dernière année, elle se situe maintenant piteusement au même niveau qu'il y a huit ans, ce qui constitue un échec remarquable puisque la productivité augmente normalement au fil du temps (figure 35). Les causes sont multiples : la poussée de l'immigration, les distorsions persistantes attribuables à la pandémie, la faiblesse des investissements des entreprises, l'insuffisance des incitatifs pour les entrepreneurs et une bureaucratie excessive. Les premiers de ces problèmes devraient s'estomper avec le temps, mais la productivité

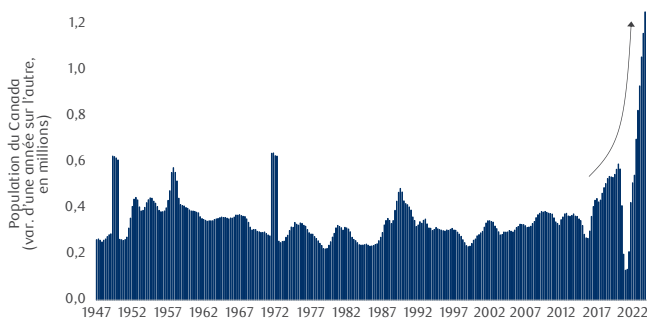
au pays progresse relativement lentement depuis des décennies. L'incapacité du Canada à résoudre son problème de productivité menace la prospérité du pays et les bénéfices des entreprises.

La piètre performance économique du Canada inciterait normalement la Banque du Canada (BdC) à abaisser les taux bien avant les États-Unis. Toutefois, la faible croissance de la productivité, combinée à la persistance des loyers et des charges d'intérêts hypothécaires, a limité les progrès sur le plan de l'inflation. En fin de compte, la Fed et la BdC pourraient suivre une trajectoire assez similaire en matière de baisse des taux.

Thèmes à long terme

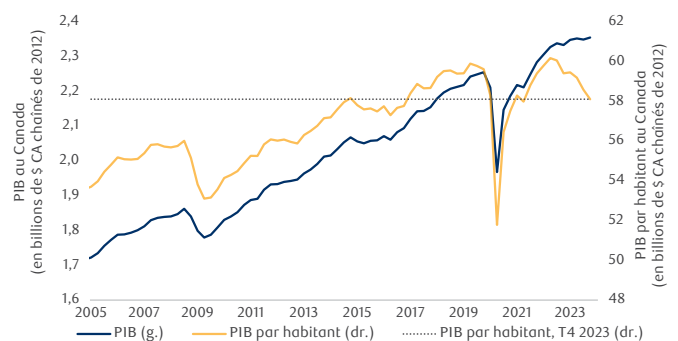
Plusieurs thèmes à long terme méritent d'être mentionnés, car ils joueront un rôle important dans les prévisions en matière d'économie et d'inflation à moyen et à long terme. Le rôle de l'accélération potentielle de l'évolution technologique a déjà été abordé, avec la possibilité d'une croissance économique plus rapide et d'une inflation plus faible. Les autres thèmes comprennent la détérioration de la situation démographique (défavorable à la croissance et à l'inflation) et les effets du changement climatique (défavorables à la croissance, favorables à l'inflation).

Figure 34 : Croissance démographique record au Canada soutenue par l'immigration



Nota : Données au T4 de 2023. Sources : Statistique Canada, Macrobond, RBC GMA

Figure 35 : Le PIB par habitant au Canada a diminué



Nota : Données au T4 de 2023. Sources : Statistique Canada, Macrobond, RBC GMA

Une démondialisation est également en cours, en partie parce que les frictions s'intensifient entre des puissances mondiales comme les États-Unis, la Russie et la Chine, et plus généralement parce que les entraves au commerce augmentent partout dans le monde (figure 36). La démondialisation qui en résultera sera plutôt modeste, mais constitue néanmoins le renversement d'une tendance précédemment favorable. Nous croyons qu'au fil du temps, la démondialisation ralentira légèrement la croissance économique mondiale et alimentera quelque peu l'inflation.

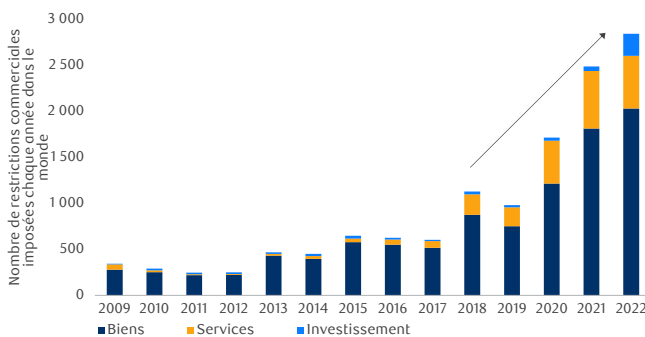
Le dernier thème est celui des déficits budgétaires importants qui continuent d'être observés dans bon nombre des principales économies mondiales (figure 37). Ces dépenses excessives étaient probablement abordables lorsque les taux d'intérêt étaient très bas. Toutefois, le fardeau financier s'alourdit à mesure que les coûts d'emprunt augmentent, et le marché obligataire se rebellera vraisemblablement si aucune mesure d'austérité budgétaire n'est mise en œuvre dans les prochaines années. Cette situation risque d'anéantir la croissance économique durant cette période.

Conclusion

Le principal point à retenir sur le plan macroéconomique est que la probabilité d'un atterrissage en douceur a été revue en forte hausse et s'établit maintenant à 60 %. Ce changement est une bonne nouvelle et favorise les actifs à risque. Cependant, une croissance plus rapide que prévu complique également le processus de normalisation de l'inflation et ralentit le rythme auquel les banques centrales peuvent supprimer les mesures de resserrement monétaire. Nous croyons toujours que l'inflation peut encore baisser et que les banques centrales seront en mesure de réduire les taux plus tard cette année, mais dans un scénario d'atterrissage en douceur, les progrès pourraient être plus intermittents.

Par ailleurs, il est important de comprendre que le risque de récession n'a pas disparu. De nombreux indicateurs de récession demeurent au rouge, même si d'autres sont passés au jaune ou au vert, et les risques géopolitiques abondent. À l'inverse, l'évolution technologique pourrait s'avérer plus utile que beaucoup ne l'imaginent. Mais surtout, la période demeure marquée par une grande incertitude, ce qui contribue à notre décision de maintenir une répartition plutôt neutre de l'actif.

Figure 36 : Les restrictions sur le commerce international ont proliféré ces dernières années



Nota : En date de 2022. Sources : Global Trade Alert, FMI, fDi Intelligence, RBC GMA

Figure 37 : Persistance de déficits budgétaires structurels importants



Nota : Prévisions du FMI pour 2024. Sources : Perspectives de l'économie mondiale du FMI (octobre 2023), Macrobond, RBC GMA

Perspectives des marchés

Les chances d'un atterrissage en douceur augmentent



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

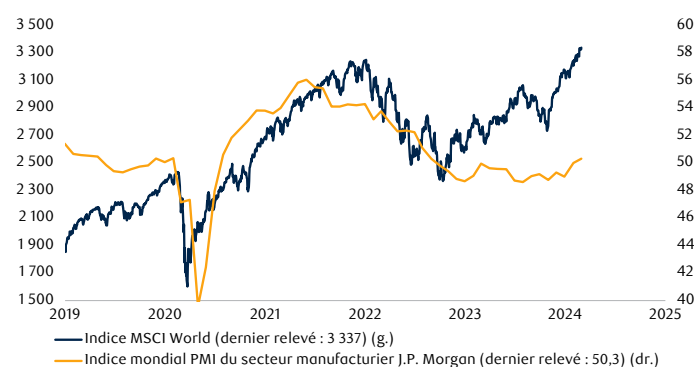


Daniel E. Chornous, CFA
Chef des placements
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

Les données économiques et les marchés financiers tendent à converger vers un scénario d'atterrissage en douceur pour l'économie mondiale. Au cours des derniers mois, les dépenses de consommation et le marché de l'emploi se sont montrés solides. En particulier, l'économie américaine a fait preuve d'une résilience impressionnante face à la hausse des taux d'intérêt. Les données économiques sont généralement ressorties meilleures que prévu. L'inflation continue de progresser dans une direction favorable, après une chute significative par rapport aux extrêmes constatés il y a quelque temps, et les investisseurs sont encouragés par l'idée que les taux d'intérêt ont probablement atteint un sommet et qu'une période d'assouplissement monétaire pourrait se dessiner. Les actions ont connu une forte reprise au dernier trimestre, avec un niveau record pour l'indice MSCI World, tandis que les principaux indicateurs économiques de la croissance mondiale se sont redressés après une année de consolidation (figure 1). Bien que le débat se poursuive entre l'idée d'une récession et celle d'un atterrissage en douceur, et malgré les risques persistants, nous croyons que la probabilité d'un grave ralentissement économique a diminué, même si les économies venaient à se contracter.

Figure 1 : Indice MSCI World

Dollars US

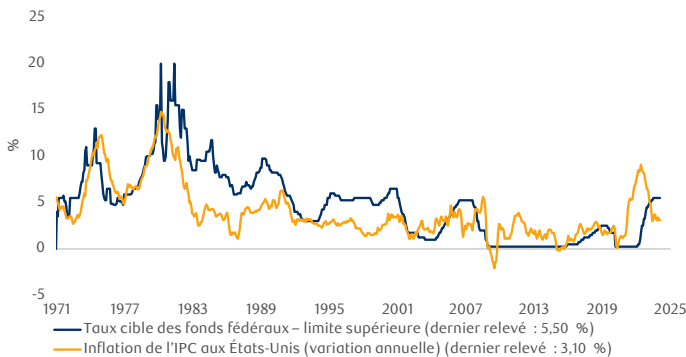


Nota : Indice MSCI World en dollars américains. Au 29 février 2024.
Sources : Bloomberg, RBC GMA

Le risque de ralentissement économique est atténué par le fait que l'inflation est revenue à un niveau raisonnable, à la suite du considérable resserrement monétaire injecté dans l'économie, et que ce résultat a incité les banques centrales à suspendre les hausses de taux d'intérêt. Depuis juillet 2023, la Réserve fédérale des États-Unis (Fed) maintient son taux de financement à un jour entre 5,25 % et 5,50 % malgré l'accumulation de preuves indiquant que la lutte contre la flambée d'inflation est gagnée (figure 2). De plus, la plupart des banques centrales des pays développés ont indiqué que des réductions de taux d'intérêt pourraient être pertinentes à un moment donné cette année, si les données confirmaient que l'inflation se rapproche de la cible de 2 % de la Fed.

Dans ce contexte, les placements en titres à revenu fixe sont plus attrayants que jamais depuis de nombreuses années. À 4,25 %, le taux des obligations du Trésor à 10 ans est proche de son point le plus haut en deux décennies, et bien qu'il soit inférieur aux récents sommets d'octobre, il a encore de la marge de manœuvre pour baisser. Les rendements des obligations ont tendance à plafonner au même niveau et en même temps que les taux directeurs à court terme, ce qui ouvre la possibilité d'une période de taux stables ou à la baisse à moyen terme (figure 3). Par conséquent, les valorisations des obligations d'État demeurent attrayantes et le potentiel de rendement global est satisfaisant, en supposant que nous avons raison de penser que l'inflation continuera de ralentir en 2024 et par la suite.

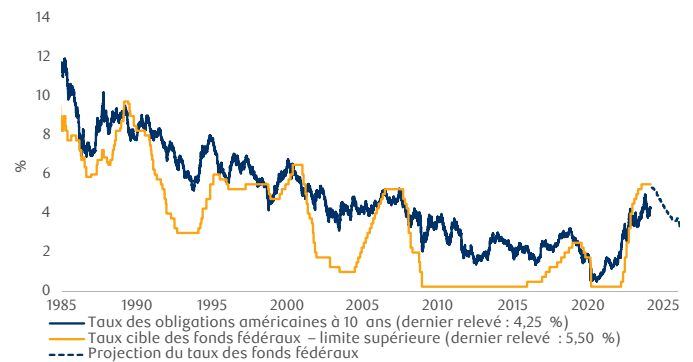
Figure 2 : Taux des fonds fédéraux et inflation aux États-Unis



Nota : Au 29 février 2024. Sources : Bloomberg, RBC GMA

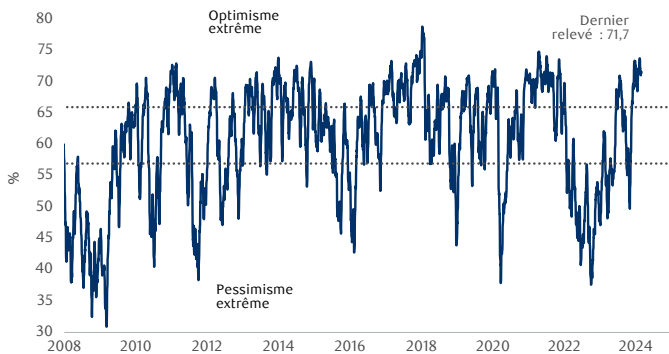
En ce qui concerne les actions, les investisseurs sont extrêmement optimistes. Ils sont prêts à payer un prix élevé pour profiter de la hausse potentielle liée à la poursuite de la croissance économique, dans un contexte de déclin des taux d'intérêt (figure 4). Cela dit, les valorisations élevées signifient aussi que les actions pourraient être vulnérables en cas de déception. Le groupe des « sept magnifiques », composé d'actions de sociétés technologiques américaines à mégacapitalisation ayant largement bénéficié des tendances récentes de l'intelligence artificielle (IA), est généreusement évalué et se négocie à un prix supérieur au reste du marché (figure 5). Bien que les valorisations demeurent raisonnables en dehors des mégacapitalisations américaines, nous

Figure 3 : Taux des obligations américaines à 10 ans et des fonds fédéraux



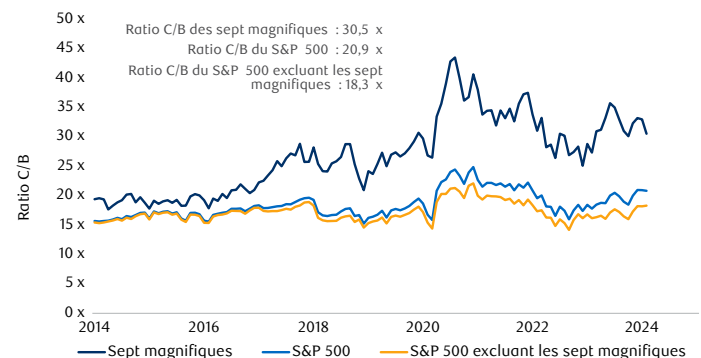
Nota : Au 29 février 2023. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Figure 4 : Indice du pouls de la population Ned Davis Research – Pourcentage d'optimistes



Nota : Au 27 février 2024. Sources : Ned Davis Research, RBC GMA

Figure 5 : 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 29 février 2024. Source : RBC GMA

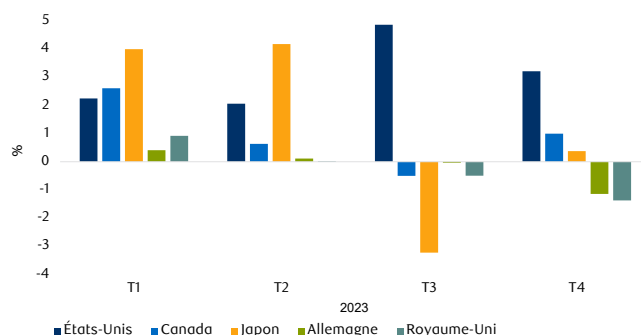
avons de plus en plus besoin d'une confiance soutenue, de ratios cours-bénéfice robustes et d'une forte croissance des bénéfices pour justifier les prix actuels – davantage que pendant les phases précédentes de ce cycle.

Afin d'assurer un équilibre entre les risques et les occasions tout en tenant compte des perspectives à court et à long terme, nous conservons une composition de l'actif proche de notre position neutre. Notre scénario de base prévoit des rendements à un an relativement proches les uns des autres pour les liquidités, les obligations et les actions, à savoir entre 5 % et 9 %. Néanmoins, l'incertitude persiste et il existe un large éventail de scénarios possibles. Si la croissance économique ou les bénéfices des sociétés s'avéraient décevants, les actions pourraient subir une correction, tandis que les obligations d'État, compte tenu de ces rendements élevés, constitueraient probablement un filet de sécurité en cas de chute des marchés boursiers. Nous avons accru la part des titres à revenu fixe au cours des derniers trimestres sous l'effet de la hausse des taux obligataires, éliminant ainsi la sous-pondération que nous avons adoptée, et sommes revenus à une légère surpondération lorsque le taux des obligations américaines à 10 ans s'est approché de 5 %. À plus long terme, nous prévoyons que les actions surpasseront les obligations, mais nous reconnaissons qu'en ce moment les investisseurs en actions ne sont pas suffisamment rémunérés pour le risque de ralentissement. Par conséquent, nous maintenons notre pondération neutre en actions. 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.

L'exception économique des États-Unis

L'économie américaine a affiché une santé remarquable au cours de la dernière année, malgré l'ampleur du resserrement monétaire, la crise bancaire régionale au début de 2023 et la guerre au Moyen-Orient. En dehors des États-Unis, les économies ont eu plus de mal à naviguer dans ce contexte, comme en témoigne le ralentissement de la croissance dans la plupart des grandes régions en 2023. Le PIB du Canada a stagné au second semestre de l'année dernière. Quant aux

Figure 6 : Aux États-Unis, l'économie s'est accélérée, alors qu'elle a ralenti ailleurs au deuxième semestre de 2023



Nota : Taux de croissance annualisés d'un trimestre sur l'autre. Données au quatrième trimestre de 2023. Sources : Bureau of Economic Analysis (BEA) des États-Unis, Statistique Canada, bureau fédéral de statistiques de l'Allemagne (Statistisches Bundesamt), Office for National Statistics (ONS) du Royaume-Uni, Bureau du Cabinet du Japon (CAO), Macrobond, RBC GMA

« Les prévisions d'inflation de 2024 et 2025 sont proches de la cible de 2 % de la Fed, ou à peine au-dessus. »

économies du Japon, de l'Allemagne et du Royaume-Uni, elles ont basculé dans des récessions techniques – définies comme deux trimestres consécutifs de déclin du PIB réel (figure 6). L'économie américaine a poursuivi sa croissance à un rythme soutenu tout au long de l'année dernière, et elle a même accéléré au second semestre de 2023.

L'une des raisons pour lesquelles les États-Unis ont mieux fait face à la hausse des taux d'intérêt, comparativement à la plupart des économies, est que les propriétaires de maisons américains sont avantagés par la stabilité de la dette hypothécaire à taux fixe et par des échéances beaucoup plus éloignées que dans d'autres pays. Aux États-Unis, les prêts

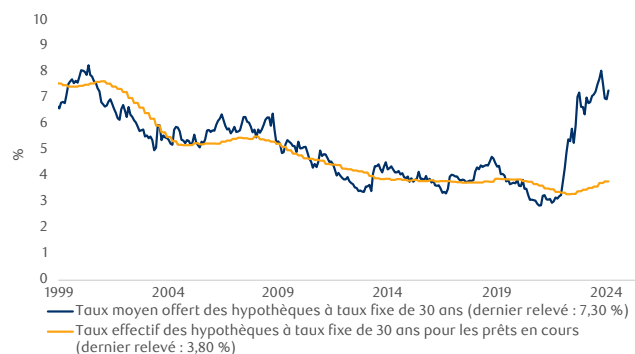
hypothécaires ont généralement une durée de 30 ans, contre une durée de 5 à 10 ans dans la plupart des pays développés. Les taux hypothécaires américains ont grimpé jusqu'à 8 % à l'automne 2023, alors qu'ils n'étaient qu'à 2,8 % au début de 2021. Toutefois, la plupart des titulaires d'hypothèques n'ont pas souffert de la flambée des coûts d'emprunt – le taux effectif versé sur l'encours de la dette hypothécaire américaine est de 3,8 % à peine (figure 7). Les emprunteurs hypothécaires ont profité des taux d'intérêt historiquement bas offerts pendant la pandémie, et de nombreuses années pourraient s'écouler avant que le taux d'intérêt hypothécaire effectif n'augmente visiblement.

De même que les consommateurs et les acheteurs de maisons, de nombreuses entreprises ont profité des faibles coûts d'emprunt offerts pendant la pandémie, et plus les taux d'intérêt demeurent élevés, plus les dommages peuvent être considérables. C'est particulièrement vrai pour les titres de créance de sociétés, dont la durée est généralement comprise entre cinq et sept ans. La menace de charges d'intérêt plus élevées pour les sociétés s'accroîtra au cours des prochaines années, car la valeur des dettes en attente de refinancement passera de 100 milliards de dollars cette année à 300 milliards de dollars l'an prochain et à 700 milliards de dollars en 2028 (figure 8). À notre avis, si l'économie américaine veut éviter de souffrir d'un ralentissement généralisé à l'échelle mondiale, il est impératif que ses taux d'intérêt baissent rapidement. En supposant que les taux d'intérêt diminuent prochainement, la douleur liée aux coûts d'emprunt plus élevés pourrait en grande partie être évitée.

La trajectoire de l'inflation demeure favorable

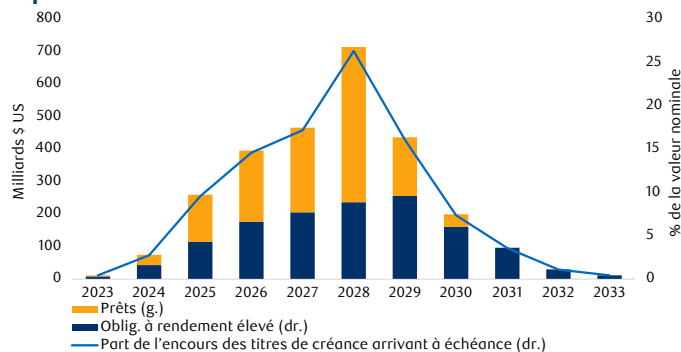
Sur le front de l'inflation, après des erreurs sans précédent dans l'histoire des prévisions, les économistes sont maintenant plus convaincus que l'inflation se rapprochera de la cible de 2 % au cours des prochaines années. La figure 9 illustre la fourchette des prévisions réalisées par les économistes au cours des deux dernières décennies, le diamant représentant le point où l'inflation a terminé l'année. En 2022, par exemple, les prévisions étaient proches de 2 %, mais l'inflation est ressortie à plus de 8 %. Bon nombre des distorsions causées par la pandémie se sont estompées, et l'éventail des prévisions d'inflation est plus étroit pour 2023 et les années suivantes. Les prévisions de 2024 et 2025 sont proches de la cible de 2 % de la Fed, ou à peine au-dessus.

Figure 7 : Taux des hypothèques à taux fixe de 30 ans aux États-Unis



Nota : Au 29 février 2024. Sources : Bankrate.com, RBC GMA

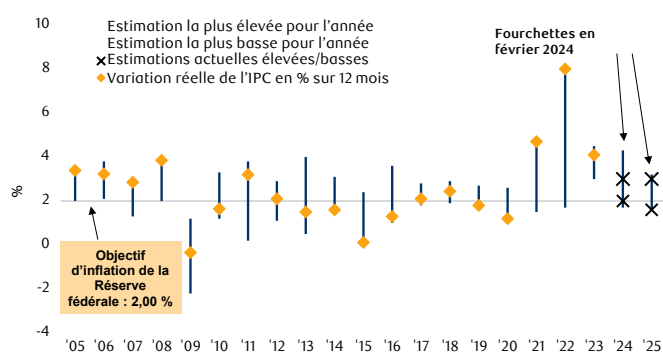
Figure 8 : Obligations américaines à rendement élevé et prêts à effet de levier – Échéances à venir



Nota : Au 31 août 2023. Sources : BofA Global Research, ICE Data Indices LLC, RBC GMA

Figure 9 : États-Unis

Dispersion des estimations d'inflation



Sources : Consensus Economics, RBC GMA

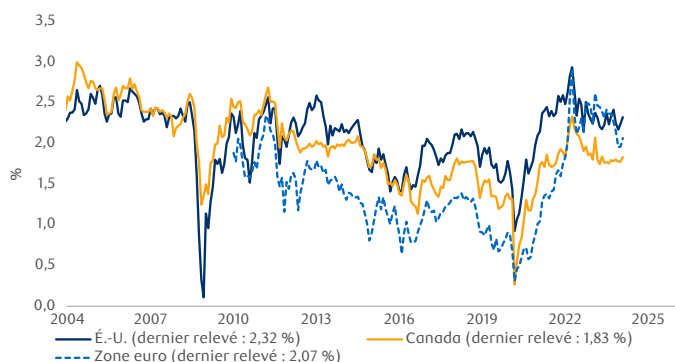
En outre, les prévisions d'inflation fondées sur le marché, déterminées à partir du prix des obligations indexées sur l'inflation, indiquent que les prévisions demeurent solidement ancrées autour de 2 % en Amérique du Nord et en Europe (figure 10).

Notre confiance dans la trajectoire descendante de l'inflation est renforcée par les indicateurs qui se sont avérés les plus efficaces pour expliquer la récente flambée puis la diminution des pressions sur les prix. La figure 11 illustre l'inflation de l'IPC aux États-Unis parallèlement à la croissance de la masse monétaire, avec un décalage de 16 mois. Les deux lignes du graphique évoluent de façon similaire, ce qui signifie que les

variations de la croissance de la masse monétaire présagent de l'inflation 16 mois à l'avance. Si cette relation se maintient, la contraction actuelle de la masse monétaire continuera d'influer sur les pressions inflationnistes au cours de l'année prochaine. Plusieurs indicateurs tels que les prix des voitures d'occasion et les loyers résidentiels, qui avaient grandement contribué à la hausse des coûts, se sont retranchés. Les prix des voitures d'occasion sont à la baisse et les augmentations de loyer se sont stabilisées autour de 3 %, ce qui représente leur niveau général de l'ère prépandémie (figures 12 et 13). Malgré la volatilité de la trajectoire à court terme, ces tendances nous portent à penser que l'inflation restera modérée à moyen terme.

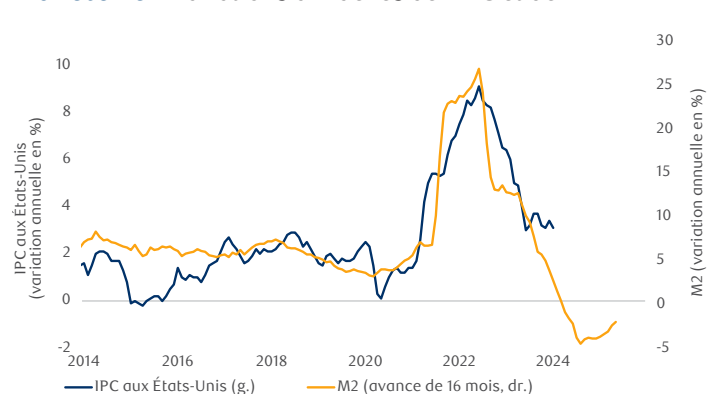
Figure 10 : Prime d'inflation implicite à long terme

Point d'équilibre du taux d'inflation : taux nominal par rapport aux obligations à rendement réel à 10 ans



Nota : Au 29 février 2024. L'inflation de la zone euro est le point d'équilibre du taux d'inflation, pondéré en fonction du PIB, de l'Allemagne, de la France et de l'Italie. Sources : Bloomberg, RBC MC, RBC GMA

Figure 11 : Inflation aux États-Unis et masse monétaire – Variations annuelles de l'IPC et de M2



Nota : Au 31 janvier 2024. Sources : Bloomberg, RBC GMA

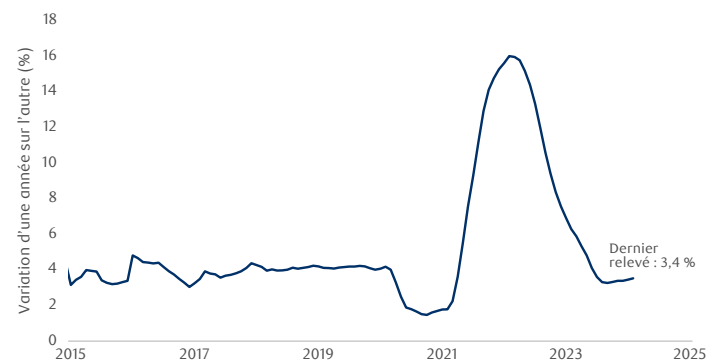
Figure 12 : Indice de la valeur des véhicules d'occasion d'une année sur l'autre Manheim



Nota : Au 29 février 2024. La zone ombrée représente une récession. Sources : Manheim Consulting, Bloomberg et RBC GMA

Figure 13 : Indice des loyers des États-Unis Zillow

Variation en % d'une année sur l'autre de tous les logements



Nota : Au 31 janvier 2024. Sources : Zillow Inc., Bloomberg, RBC GMA

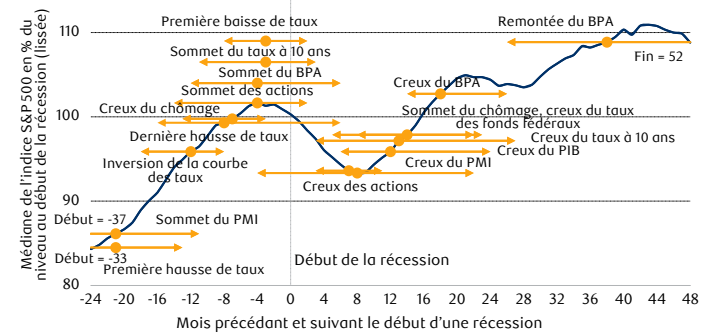
Évaluation des perspectives : feuilles de route des cycles

Les risques d'un ralentissement économique ont diminué, mais ils n'ont pas disparu. Si une récession se produisait, la feuille de route de la figure 14 donne un bon aperçu de ce que les investisseurs pourraient attendre. Le graphique illustre la valeur médiane de l'indice S&P 500 au cours de 29 récessions en remontant à 1882, où t=0 sur l'axe horizontal correspond à la date de début d'une récession. Les flèches indiquent les étapes importantes. Il est intéressant de noter que sur une base médiane, les hausses de taux d'intérêt ont commencé presque deux ans avant les récessions, et que dans les mois qui ont précédé les récessions, nous observons souvent un pic des taux d'intérêt, des rendements des obligations et des bénéfices des sociétés. Ces étapes coïncident avec une période difficile pour l'économie à la fin de 2023 et au début de 2024, ce qui pourrait être cohérent avec une liquidation des actions à un moment donné à la fin de 2024.

Cependant, notre hypothèse de base est qu'il n'y aura pas de récession et que les actions et les obligations suivront probablement des voies différentes. Les tableaux 15 et 16 présentent des feuilles de route similaires pour le rendement des obligations du Trésor américain à 10 ans et le S&P 500. Sur ces graphiques, t=0 sur l'axe horizontal correspond à la dernière hausse des taux de la Fed, et les cycles sont regroupés selon que l'économie est tombée en récession ou a atterri en douceur (c.-à-d. sans récession). Du côté des obligations, les taux médians demeurent stables ou légèrement à la baisse pendant les scénarios sans récession (8 cycles de resserrement sur les 15 observés), tandis que la baisse des taux est plus prononcée durant les périodes de récession.

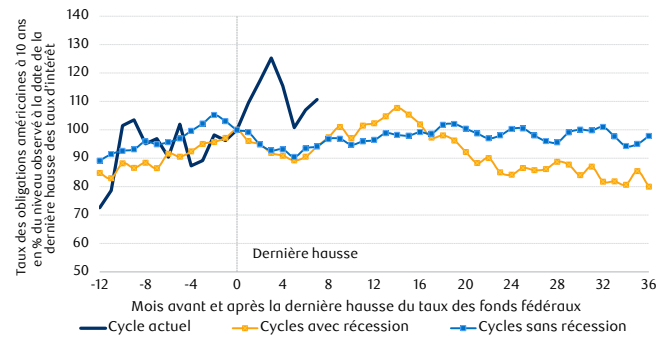
Pour ce qui est des actions, sur 17 cycles depuis 1955, 9 ont terminé en récession et 8 se sont conclus par des atterrissages en douceur. Dans les cas où l'économie a sombré dans la récession, les actions ont connu une correction après la dernière hausse des taux et ont mis plus de 12 mois à retrouver leurs sommets d'avant la récession. Au cours de l'été dernier, les actions étaient sur une trajectoire conforme à un scénario de récession. Mais depuis la fin d'octobre, les données économiques et les prévisions d'inflation ont rapidement rassuré les investisseurs quant aux plus grandes chances d'atterrissage en douceur, et le rebond des actions les a remises sur la voie d'un scénario non récessionniste dans notre feuille de route. Par conséquent,

Figure 14 : L'indice S&P 500 en périodes de récession
Médiane des 29 récessions depuis 1882



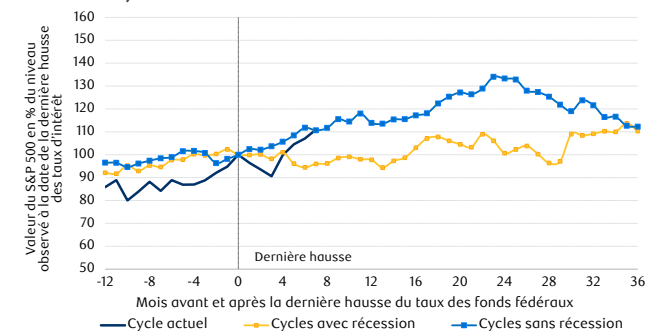
Nota : Les indicateurs représentent le temps médian, et les fourchettes correspondent à un écart type par rapport à la moyenne.
Sources : Bloomberg, RBC GMA

Figure 15 : Taux des obligations américaines à 10 ans et hausses du taux des fonds fédéraux – Conséquences de la dernière hausse de taux sur le cycle actuel



Nota : Au 29 février 2024. Source : RBC GMA

Figure 16 : Indice S&P 500 et hausse de taux des fonds fédéraux – Conséquences de la dernière hausse de taux sur le cycle actuel



Nota : Au 29 février 2024. Source : RBC GMA

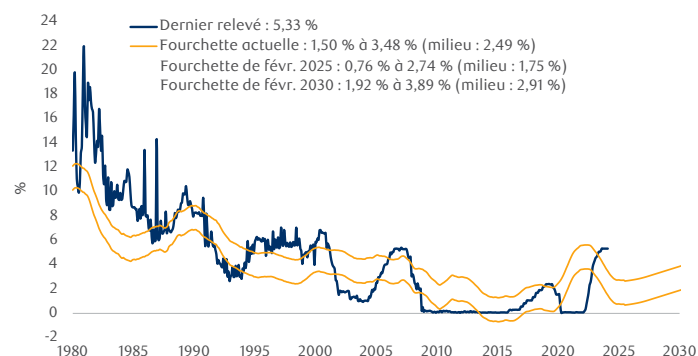
les actions confirment la perspective d'un atterrissage en douceur. Fait important, dans les cas où l'économie continue de croître et où les risques de récession s'estompent, le marché boursier a tendance à poursuivre sa progression pendant deux années après la dernière hausse de taux. Parallèlement, les rendements des obligations devraient rester stables ou à la baisse, quelle que soit la tendance de l'économie, à condition que les banques centrales cessent définitivement d'augmenter les taux.

Les taux d'intérêt devraient bientôt commencer à baisser

Les banques centrales du monde développé ont indiqué que les taux d'intérêt pourraient baisser à un moment ou à un autre cette année, étant donné que l'inflation et l'activité économique ont ralenti. Notre propre modèle confirme ce point de vue. Le taux des fonds fédéraux s'élève actuellement à 5,3 %, soit bien au-dessus du point médian de notre fourchette d'équilibre modélisée qui se situe aujourd'hui à 2,5 % et tombe à 1,75 % dans un an (figure 17). Le moment et l'ampleur des baisses de taux dépendront des données économiques. À un moment donné, les marchés financiers anticipaient plus de 180 points de base de réductions au cours de l'année à venir et la première baisse était attendue en mars (figure 18). L'enthousiasme à l'égard des réductions de taux s'est modéré : les derniers prix relevés sur le marché laissent entrevoir des réductions à hauteur de 100 points de base au cours des 12 prochains mois. Cet indicateur est conforme aux projections du Comité fédéral de l'open market (FOMC) (figure 19), et il n'est pas éloigné de nos propres prévisions de 125 points de base d'assouplissement monétaire au cours des 12 prochains mois.

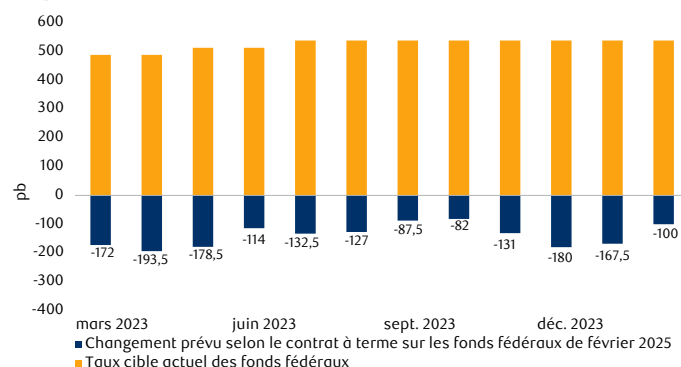


Figure 17 : Taux des fonds fédéraux américains
Fourchette d'équilibre



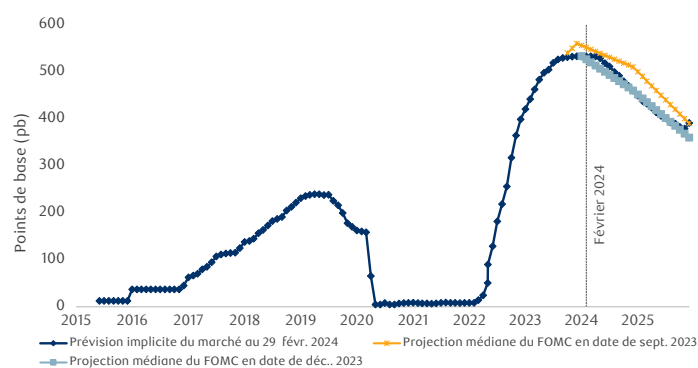
Nota : Au 29 février 2024. Sources : Réserve fédérale, RBC GMA.

Figure 18 : Taux des fonds fédéraux et attentes implicites – Contrats à terme sur 12 mois



Nota : Au 29 février 2024. Source : RBC GMA

Figure 19 : Taux implicite des fonds fédéraux
Contrats à terme sur 12 mois



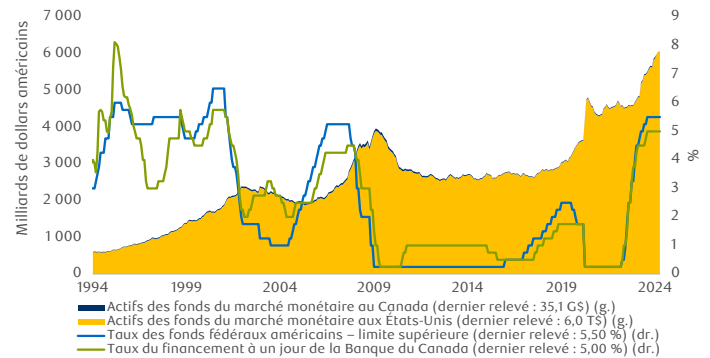
Sources : Bloomberg, Réserve fédérale américaine, RBC GMA

Il convient de noter que tout cycle de réduction des taux pourrait être très stimulant pour l'économie et pour les marchés des capitaux, en raison des énormes liquidités non investies. Les comptes du marché monétaire américain ont atteint un record d'un peu plus de 6 billions de dollars en février, ce qui représente une augmentation de plus de 1,5 billion de dollars en deux ans (figure 20). Bien que les investisseurs aient été attirés par des taux de rendement sans risque de 5,25 % à 5,50 % pour leurs liquidités, il est peu probable que ces taux soient disponibles beaucoup plus longtemps. Si les banques centrales commençaient à réduire les taux plus tard cette année et au cours de 2025, les incitations à détenir des liquidités diminueraient et les épargnants seraient peut-être encouragés à transférer des fonds vers les actions, les obligations et les placements alternatifs qui offrent généralement des rendements plus élevés.

Les obligations d'État offrent un potentiel de rendement intéressant accompagné d'un risque de valorisation minime

Les obligations ont chuté de leur niveau surévalué, un sommet qui n'avait pas été atteint depuis 150 ans, et elles sont maintenant proches de leurs niveaux les plus intéressants en 20 ans. Le marché baissier des titres à revenu fixe de 2020-2023 a rapidement fait grimper les taux au-dessus de 5 % pour la première fois depuis 2007, effaçant dans la foulée la surévaluation accumulée depuis les années 1980 et accentuée par la pandémie (figure 21). Bien que le taux des obligations américaines à 10 ans ait diminué pour s'établir à 4,25 % depuis son sommet d'octobre 2023, il demeure près de l'extrémité supérieure de la fourchette historique si l'on ne tient pas compte des années 1970 et 1980, période où l'inflation était extrême (figure 22). Nos modèles indiquent que les obligations d'État sont attrayantes, avec des taux bien supérieurs à leurs niveaux d'équilibre dans les principaux marchés, à l'exclusion du Japon, où les taux d'intérêt font encore les frais des mesures des banques centrales visant à réprimer les taux (page 46).

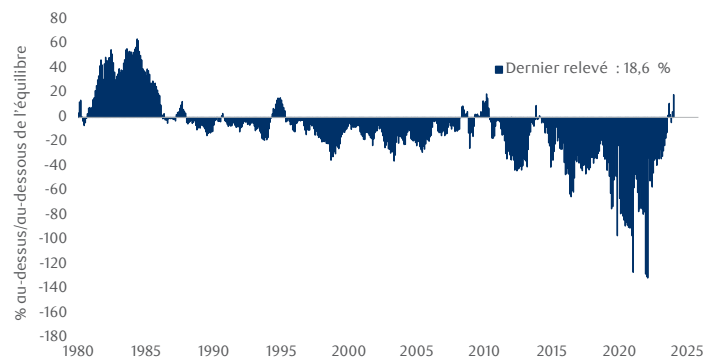
Figure 20 : Actifs des fonds du marché monétaire aux États-Unis et au Canada



Nota : Au 29 février 2024. Sources : ICI, Banque du Canada, RBC GMA

Figure 21 : Indice composite mondial des obligations

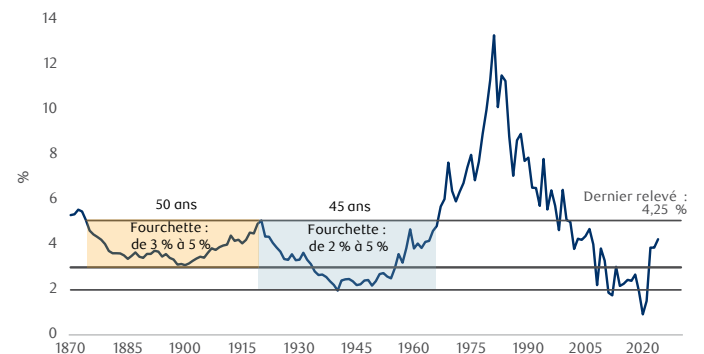
Taux des obligations d'État à 10 ans par rapport au point d'équilibre



Nota : Au 29 février 2024. Source : RBC GMA

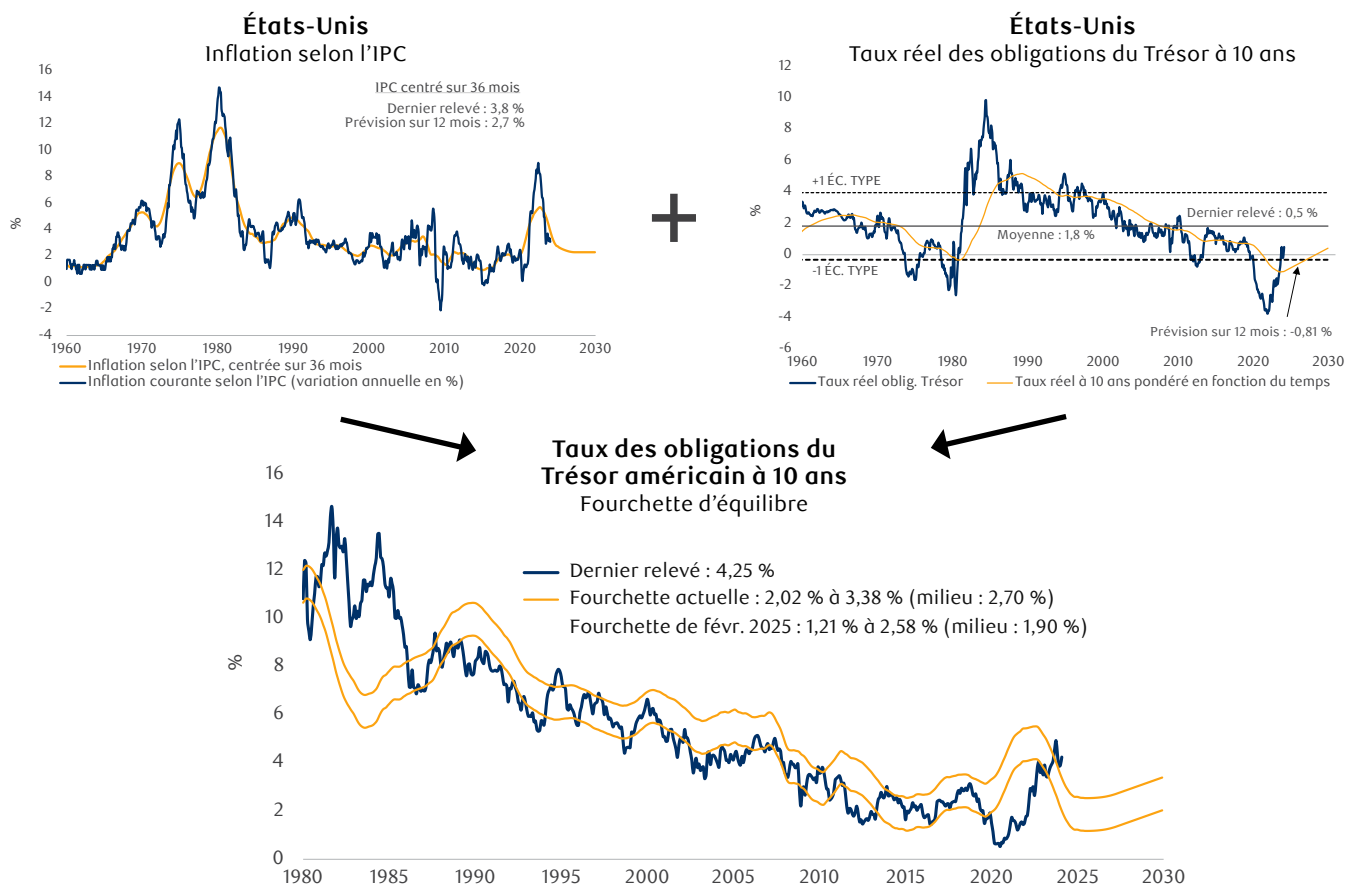
Figure 22 : Taux des obligations américaines à 10 ans

Données mensuelles à partir de 1870



Nota : Au 29 février 2024. Source : RBC GMA

Figure 23 : Taux des obligations du Trésor américain à 10 ans



Nota : Au 29 février 2024. Source : RBC GMA

Nos modèles prévoient que les taux obligataires baisseront à moyen terme dans l'hypothèse où l'inflation continuerait de se replier. La figure 23 présente les composantes de notre modèle pour le taux des obligations du Trésor américain à 10 ans, lequel est la somme d'une prime d'inflation et d'un taux réel. Les fluctuations importantes à l'intérieur de la fourchette s'expliquent par la flambée de l'inflation en 2021 et 2022 et par la chute rapide qui s'est ensuivie. L'autre composante du modèle, à savoir le taux réel déduction faite de l'inflation, est tombée en territoire profondément négatif pendant la pandémie en raison de l'envolée de l'inflation. Les taux réels sont de nouveau positifs, bien que le modèle prévoit une hausse graduelle à 50 à 100 points de base sur un horizon à long terme. À notre avis, les investisseurs devraient obtenir un taux réel positif sur leur épargne, en

gardant à l'esprit que cette rémunération pourrait être limitée à long terme en raison de facteurs structureaux comme le ralentissement des taux de croissance potentiels et le vieillissement de la population. Si nous tenons compte de tous ces facteurs, notre modèle laisse entendre que le taux des obligations américaines à 10 ans est plus proche de 3 % aujourd'hui et de 2 % dans un an, même si nous considérons que les fluctuations du modèle sont gonflées par les variations démesurées de l'inflation et des taux d'intérêt réels durant la pandémie. Selon nos propres prévisions, le taux des obligations du Trésor américain à 10 ans s'élèvera à 4 % d'ici un an, ce qui se traduirait par des rendements de 5 % à 10 % au cours de l'année à venir avec un faible risque de valorisation – fait important.

Les fondements techniques sont encourageants pour les investisseurs en obligations

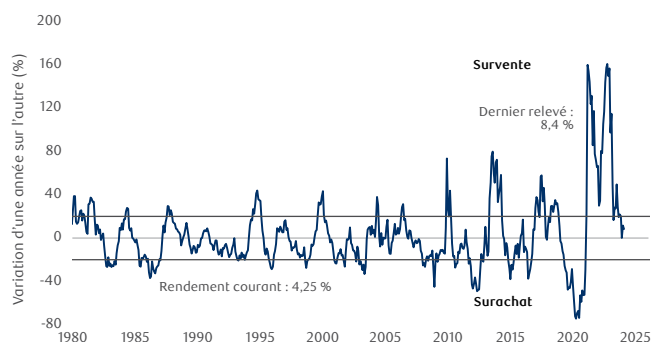
Outre les données fondamentales positives, diverses mesures techniques optimistes laissent entrevoir de solides perspectives pour les obligations. Selon notre expérience, le taux de variation des rendements des obligations sur 12 mois est un indice fiable pour générer des signaux d'achat et de vente (figure 24). Une baisse au-dessous de 20 % dans le taux de variation des taux sur 12 mois à la suite d'un signal de survente génère également un signal d'achat, ce qui s'est produit pour la dernière fois en novembre 2023. De plus, le sentiment à l'égard des obligations s'est effondré à son niveau le plus bas depuis 2000, et l'état d'esprit pourrait se retourner et propulser le marché vers le haut (figure 25). Enfin, notre mesure du momentum des prix à long terme

laisse entrevoir une tendance de baisse des taux pour les mois et les trimestres à venir, ce qui serait un facteur favorable aux rendements des titres à revenu fixe (figure 26).

Les actions progressent à mesure que les perspectives s'améliorent

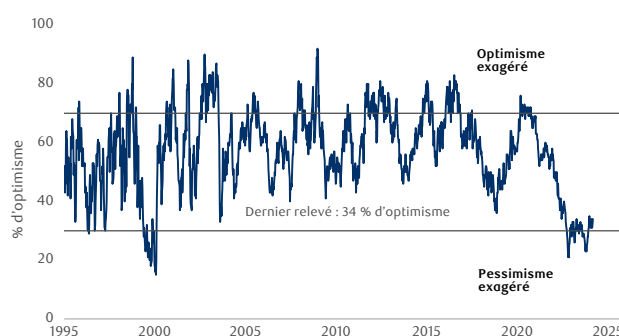
Les meilleures chances d'atterrissage en douceur et la confiance accrue à l'égard de la baisse des taux ont stimulé les prix des actions au cours du dernier trimestre. L'indice S&P 500 s'est rehaussé de 12 % au cours du trimestre terminé le 29 février 2024, ce qui porte à environ 23 % sa progression depuis fin octobre. L'Indice MSCI EAEO a aussi produit de solides rendements avec une hausse de 8 %, alors que les actions japonaises ont atteint un nouveau sommet pour la première fois en 35 ans. L'indice composé S&P/TSX du

Figure 24 : Taux des obligations du Trésor américain à 10 ans – Taux de variation



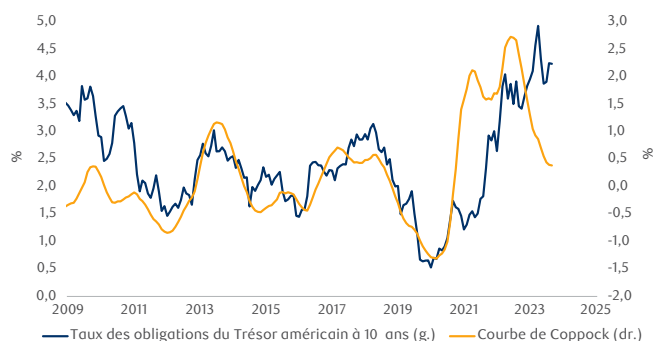
Nota : Au 29 février 2024. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Figure 25 : Prévisions optimistes à l'égard des obligations du Trésor américain à 10 ans



Nota : Au 3 mars 2024. Sources : Market Vane, RBC GMA

Figure 26 : Taux des obligations du Trésor américain à 10 ans – Tendence des cours (taux) à long terme



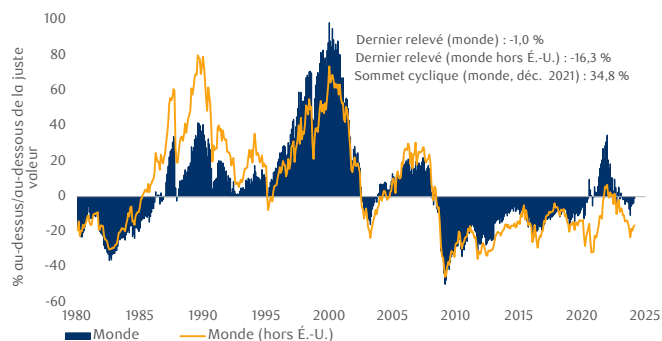
Nota : La courbe de Coppock se fonde sur des données mensuelles. Au 29 février 2024. Sources : Bloomberg, RBC GMA



Canada, qui est moins axé sur la technologie, n'a progressé que de 6 % et les marchés émergents n'ont progressé que de 3 % en raison des difficultés de l'économie chinoise. Tous les chiffres sont exprimés en dollars américains. Compte tenu des rendements plus modérés dans les régions autres que les États-Unis, notre indice boursier mondial composé et pondéré en fonction du PIB se maintient à une valorisation raisonnable si nous excluons les États-Unis (figure 27). En dehors des États-Unis et du Japon, les marchés boursiers se négocient avec des écarts attrayants en deçà de leur juste valeur, avec un potentiel de rendement raisonnable si les valorisations reviennent à leurs normes historiques (page 44).

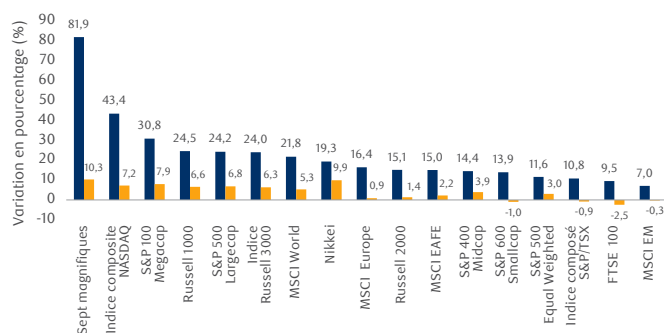
La raison pour laquelle les marchés mondiaux demeurent valorisés à un niveau attrayant est que la plupart des gains boursiers générés depuis début 2023 sont concentrés dans un petit groupe d'actions technologiques à mégacapitalisation. Les « sept magnifiques » se sont envolées de 82 % l'an dernier, et elles ont encore gagné 10 % cette année. Cependant, l'indice S&P 500 équipondéré n'a gagné que 11,6 % en 2023 et 3 % cette année, ce qui est plus conforme aux rendements du reste du monde (figure 28).

Figure 27 : Indice composite des marchés boursiers mondiaux – Indices des marchés boursiers par rapport au point d'équilibre



Nota : Au 29 février 2024. Source : RBC GMA

Figure 28 : Variations des cours des principaux indices en USD – 2023 et CA 2024



Nota : Au 29 février 2024. Les sept magnifiques comprennent Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Nvidia, Meta et Tesla. Sources : Bloomberg, RBC GMA



Figure 29 : Analyse du point d'équilibre : sept magnifiques contre S&P 500 excluant les sept magnifiques

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

Au 29 février 2024

	S&P 500 excluant les sept magnifiques	Sept magnifiques
Cours	100,00	100,00
Ratio C/B	18,33	30,55
BPA tendanciel	195,80 \$	48,51 \$
Croissance des bénéfices tendanciels	6,19 %	17,93 %
Taux d'actualisation	6,35 %	6,35 %

Croissance des bénéfices requise pour justifier la prime des sept magnifiques

Au 29 février 2024

Années	Bénéfices du S&P 500 excluant les sept magnifiques	Bénéfices cumulatifs	Valeur actualisée des bénéfices cumulatifs (S&P 500 excluant les sept magnifiques)	Croissance des bénéfices nécessaire pour que les sept magnifiques rattrapent le reste du S&P 500 (données annualisées)
0	195,80 \$			
1	207,93 \$	207,93 \$	195,51 \$	328,6 %
2	220,81 \$	428,73 \$	390,74 \$	153,3 %
3	234,49 \$	663,22 \$	585,68 \$	100,0 %
4	249,01 \$	912,23 \$	780,33 \$	74,8 %
5	264,44 \$	1,176,67 \$	974,71 \$	60,1 %
6	280,82 \$	1,457,48 \$	1,168,79 \$	50,6 %
7	298,21 \$	1,755,70 \$	1,362,60 \$	44,0 %
8	316,69 \$	2,072,38 \$	1,556,12 \$	39,0 %
9	336,31 \$	2,408,69 \$	1,749,36 \$	35,2 %
10	357,14 \$	2,765,83 \$	1,942,32 \$	32,2 %
11	379,26 \$	3,145,09 \$	2,135,00 \$	29,7 %
12	402,76 \$	3,547,85 \$	2,327,39 \$	27,7 %
13	427,71 \$	3,975,56 \$	2,519,50 \$	26,0 %
14	454,20 \$	4,429,76 \$	2,711,34 \$	24,6 %
15	482,34 \$	4,912,10 \$	2,902,89 \$	23,3 %

Nota : Au 29 février 2024. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Les valorisations des « sept magnifiques » sont extrêmement coûteuses

De nombreux investisseurs craignent que les « sept magnifiques » se trouvent dans une bulle, au vu des gains démesurés réalisés par ce groupe depuis la pandémie. Mais les actions en question ne sont pas forcément surévaluées, tant que leurs bénéfices peuvent augmenter à une vitesse qui justifie les valorisations actuelles. Le groupe des « sept magnifiques » a connu une croissance moyenne de ses bénéfices de 22 % au cours des quatre dernières années, ce qui est très au-dessus du taux de croissance des bénéfices

de 5 % habituellement calculé pour le S&P 500 en excluant les mégacapitalisations technologiques. Les actions technologiques de premier plan méritent donc une prime confortable, en supposant qu'elles puissent poursuivre leur croissance à un rythme aussi remarquable.

Pour un investisseur ayant un horizon temporel de 10 ans, les bénéfices des « sept magnifiques » devraient augmenter de 32 % chaque année pendant une décennie pour justifier les valorisations actuelles (figure 29). Cette conclusion suppose une croissance du marché boursier (à l'exception

des « sept magnifiques ») au taux tendanciel historique de 6,2 % par an, ce qui répond à la question de savoir à quelle vitesse les « Sept magnifiques » auraient besoin d'accroître leurs bénéfices pour atteindre l'équilibre par rapport à l'ensemble du marché sur la base de la valeur actualisée nette. Si un investisseur a un horizon temporel de 5 ans, le taux de croissance d'équilibre est de 60 % par année. Et si l'horizon est étendu à 15 ans, alors c'est un taux de 23 % par année qui est nécessaire, soit à peu près le taux de croissance le plus récent enregistré pour les « sept magnifiques ». Maintenir un tel taux de croissance de façon constante pendant 15 années représente un grand défi, surtout pour des entreprises d'une telle taille. Cela dit, ces chiffres ne sont pas impossibles et si l'IA révolutionne réellement nos vies, ces taux de croissance sont envisageables.

Les analystes prévoient une accélération de la croissance des bénéfices

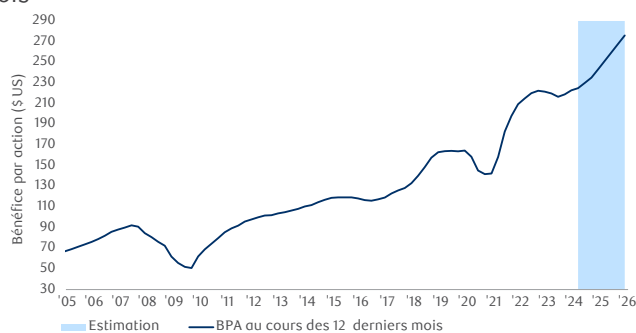
En ce qui concerne l'ensemble du marché, les analystes s'entendent pour dire que les bénéfices devraient reprendre de la vitesse au cours des prochaines années. Le bénéfice global du S&P 500 s'est établi à 223 \$ US l'an dernier, et il devrait augmenter de 9 % pour s'établir à 243 \$ US cette année et de 14 % pour s'établir à 276 \$ US en 2025 (figure 30). À première vue, ces résultats semblent difficiles à atteindre, compte tenu de nos prévisions de croissance économique, car ils supposent que les marges bénéficiaires remonteraient à des niveaux records et même au-delà. La figure 31 montre une relation étroite entre les revenus des sociétés et le PIB nominal. Si nos prévisions s'avéraient exactes, les revenus du S&P 500 augmenteraient d'environ 5,2 % en 2024 et de 4 % en 2025. Si nous retenons ces chiffres, la seule façon d'atteindre les estimations de bénéfices établies dans les prévisions générales serait que les marges bénéficiaires augmentent de 100 points de base cette année, c'est-à-dire qu'elles retrouvent leur niveau record précédent, puis grimpent encore de 100 points de base conformément à la tendance qui a prévalu pendant les quatre dernières décennies (figure 32).

L'analyse des scénarios révèle un potentiel de hausse limité pour le S&P 500

En supposant que les bénéfices soient à la hauteur des prévisions générales, le potentiel de hausse semble encore limité en raison des valorisations actuelles. Le S&P 500 se

Figure 30 : Indice S&P 500

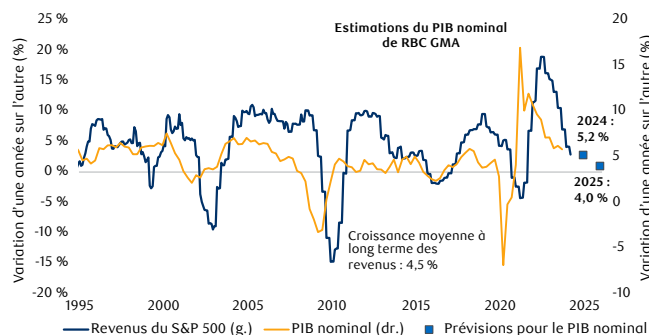
Bénéfice par action des sociétés au cours des 12 derniers mois



Nota : Au 1^{er} mars 2024. Les estimations sont fondées sur les prévisions générales ascendantes des analystes sectoriels. Sources : Thomson Reuters, RBC GMA

Figure 31 : États-Unis

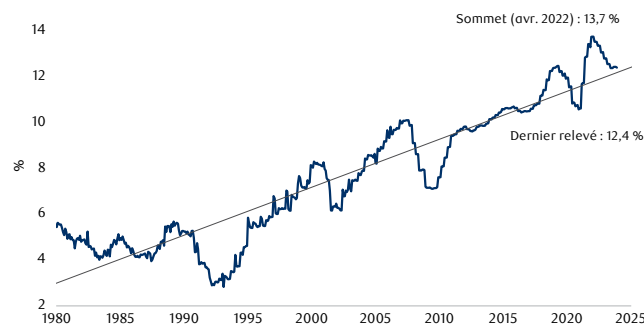
Revenus du S&P 500 et PIB nominal



Nota : Au 29 février 2024. Sources : RBC MC, RBC GMA

Figure 32 : S&P 500

Marge nette

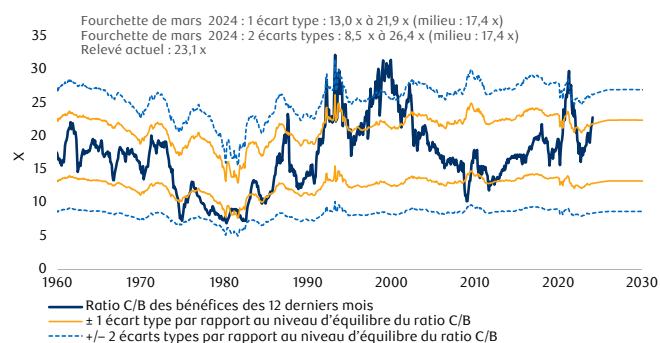


Nota : Au 29 février 2024. Sources : Bloomberg, RBC GMA

négoce à un peu plus d'un écart type au-dessus du ratio cours/bénéfice d'équilibre de notre modèle – c.-à-d. le niveau correspondant aux taux d'intérêt et au taux d'inflation actuels et prévus (figure 33). Si les valorisations reviennent à l'équilibre, les actions pourraient en pâtir. Mais si elles se maintiennent au moins à un demi-écart type au-dessus de notre équilibre modélisé, comme elles l'ont fait pendant de nombreuses années avant la pandémie, alors les actions de sociétés américaines à grande capitalisation pourraient générer des gains annualisés à un chiffre jusqu'à la fin de 2025.

La figure 34 présente une variété de scénarios pour le S&P 500 selon diverses combinaisons de valorisations et d'estimations des bénéfices établies dans les prévisions générales. Selon notre modèle de ratio cours/bénéfice d'équilibre, le S&P 500 se négocierait à 4 300 d'ici la fin de 2024 et à 4 900 d'ici la fin de 2025 en supposant une croissance des bénéfices en accord avec les prévisions générales. Ce scénario se traduirait par des pertes de 14 % et de 1 % à la fin de l'année et l'année prochaine, respectivement. Mais si le S&P 500 se négocie au ratio C/B habituel, c'est-à-dire au moins un demi-écart type au-dessus de l'équilibre, et si les bénéfices par action du S&P 500 atteignent les 276 \$ US des prévisions générales, le marché pourrait se négocier jusqu'à 5 550 au cours des 22 prochains mois, ce qui représenterait un rendement global annualisé d'environ 6 %. À l'heure actuelle, les valorisations sont exigeantes. Pour générer des rendements décents dans le

Figure 33 : Indice S&P 500
Ratio cours/bénéfice normalisé (équilibre)



Nota : Au 29 février 2024. Source : RBC GMA

S&P 500 à partir de maintenant, les prévisions de bénéfices devront être atteintes ou dépassées, et les valorisations devront se maintenir aux niveaux élevés qui tirent vers la droite de la distribution historique des valorisations.

Thèmes de placement : styles, régions et capitalisations

Certains des thèmes que nous surveillons laissent croire que la tendance haussière est moins solide que nous le voudrions. Nous aimerions voir une prédominance des actions de valeur par rapport aux actions de croissance, des sociétés à petite capitalisation par rapport aux sociétés à grande capitalisation, et des sociétés internationales par

Figure 34 : 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 2024	Prév. ascendantes 2024		Prév. descendantes 2025	Prév. ascendantes 2025	
		235,0 \$	243,3 \$		274,6 \$	276,0 \$	167,3 \$
+1 écart type	22,2	5 210,1	5 394,8	22,5	6 168,6	6 200,1	3 757,1
+0,5 écart type	19,9	4 679,1	4 844,9	20,2	5 539,9	5 568,2	3 374,2
Équilibre	17,7	4 148,1	4 295,1	17,9	4 911,2	4 936,3	2 991,3
-0,5 écart type	15,4	3 617,1	3 745,3	15,6	4 282,5	4 304,3	2 608,3
-1 écart type	13,1	3 086,0	3 195,4	13,3	3 653,8	3 672,4	2 225,4

Nota : * Bénéfices pour la période des 12 derniers mois terminée en février 2024 moins 25 % (baisse moyenne des bénéfices au cours d'une récession).
Au 29 février 2024. Sources : Bloomberg, Thomson Reuters, RBC GMA

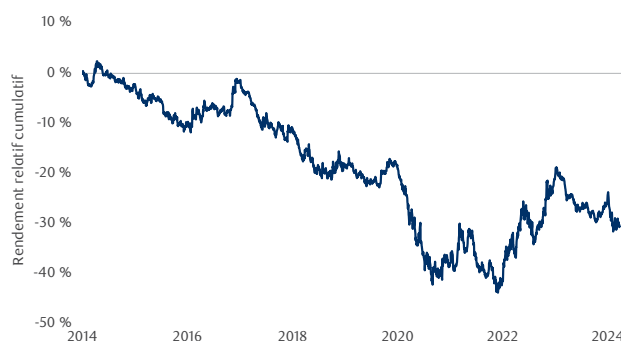
rapport aux sociétés canadiennes, car ces rapports laissent généralement entendre que la croissance économique s'accélère de façon générale. Mais nous constatons le contraire. Depuis le début de 2023, la reprise est dominée par un petit nombre d'actions de croissance à mégacapitalisation (figures 35 à 37). Bien que nous ayons connu de brèves périodes où la valeur, les petites capitalisations et les actions internationales ont produit des rendements supérieurs, nous surveillons ces thèmes afin de déceler les signes d'un véritable changement de leadership qui confirmerait qu'une tendance haussière durable se profile.

Maintien d'une composition de l'actif proche de la neutralité, avec un léger biais en faveur des titres à revenu fixe

Les chances d'un atterrissage en douceur de l'économie se sont améliorées au point de devenir le résultat le plus probable dans notre analyse des scénarios. Notre scénario de base prévoit que l'économie américaine continuera de croître à un rythme modéré et que l'inflation diminuera à un rythme permettant aux banques centrales de soutenir l'économie en réduisant leurs taux d'intérêt à un moment donné cette année. Nous reconnaissons toutefois que les risques de récession demeurent plus élevés que d'habitude. L'incidence du resserrement monétaire constitue un facteur négatif, et nous observons d'autres risques comme le ralentissement de la croissance en Chine, l'intensification des tensions géopolitiques, en particulier au Moyen-Orient, et les élections présidentielles aux États-Unis cette année.

Dans ce contexte et après la plus grande tendance baissière jamais enregistrée pour les titres à revenu fixe, le potentiel de rendement à long terme des obligations d'État est proche de son plus haut niveau depuis une vingtaine d'années. Le rendement en revenu actuel de 4,25 % est une bonne estimation de ce que les investisseurs pourraient gagner sur les obligations du Trésor à 10 ans au cours de la prochaine décennie (figure 38). Fait important, le taux de départ élevé protège les obligations contre le risque de rendement négatif. Il faudrait une augmentation de 60 points de base du taux des obligations du Trésor à 10 ans pour effacer le revenu tiré de leurs coupons pendant les 12 prochains mois. Ce chiffre était inférieur à 10 points de base à un moment donné en 2020. À l'inverse, si les taux devaient baisser de 60 points de base au cours de l'année à venir, les obligations du Trésor à 10 ans devraient générer un rendement de 8,9 %. Nous pensons

Figure 35 : Rendement des titres de croissance par rapport aux titres de valeur – Indice S&P 500 Value/indice S&P 500 Growth



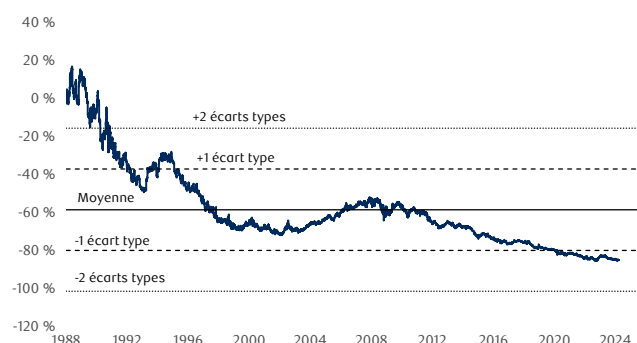
Nota : Au 29 février 2024. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Figure 36 : Sociétés américaines à petite capitalisation par rapport aux sociétés à grande capitalisation – Indice Russell 2000/indice S&P 500



Nota : Au 29 février 2024. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Figure 37 : Rendement relatif
Indice MSCI EAFE TR USD c. indice S&P 500 TR USD



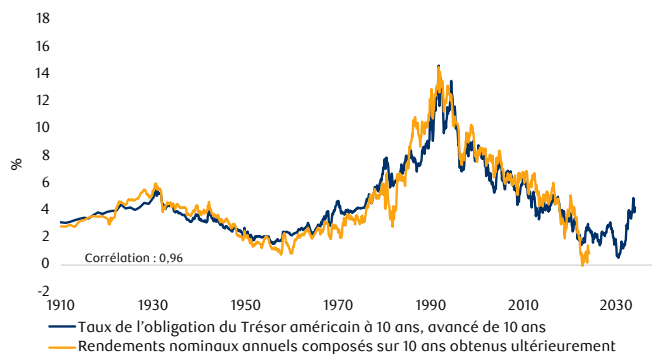
Nota : Au 29 février 2024. Sources : Bloomberg, RBC GMA

donc que les obligations offrent un potentiel de rendement raisonnable, compte tenu du contexte, avec un risque de baisse minime.

Nous croyons toujours que les actions surpasseront les obligations à long terme, mais le potentiel à court terme des actions se trouve limité en raison de la récente reprise qui a poussé les valorisations à des niveaux exigeants dans certains marchés. Compte tenu de la relation historique entre le ratio C/B corrigé des variations cycliques et les rendements des marchés boursiers à long terme, l'indice S&P 500 devrait dégager des rendements de 6,5 % par année au cours de la prochaine décennie, inférieurs aux 10 % projetés au plus profond du marché baissier de 2022 (figure 39). Par conséquent, la prime offerte en échange de la prise de risque sur le marché des actions par rapport au marché des titres à revenu fixe n'est plus aussi attrayante qu'aux premiers stades du cycle.

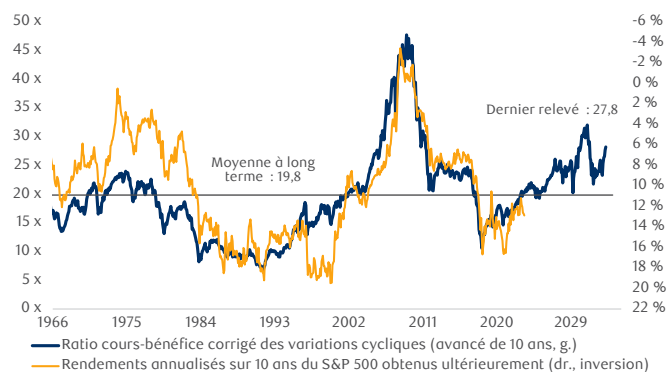
Après avoir analysé tous ces facteurs, nous maintenons la composition de l'actif près de la position neutre en privilégiant les titres à revenu fixe. Nous avons accru la part des titres à revenu fixe au cours des derniers trimestres sous l'effet de la hausse des taux obligataires, mettant ainsi fin à la sous-pondération que nous avons adoptée, et sommes revenus à une légère surpondération en octobre, car le taux des obligations américaines à 10 ans s'est approché de 5 % à l'automne 2023. Fait important, grâce à ces taux élevés, les obligations offrent une meilleure protection par rapport à la volatilité des marchés boursiers dans un portefeuille équilibré. Même si nous restons optimistes à l'égard des actions à long terme, nous reconnaissons qu'à plus court terme, l'optimisme est extrême et les valorisations sont élevées, de sorte que les investisseurs ne sont pas rémunérés suffisamment pour compenser les risques de résultats défavorables. 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.

Figure 38 : Obligation du Trésor américain à 10 ans et rendements



Nota : Au 29 février 2024. Sources : Deutsche Bank, Macrobond, RBC GMA

Figure 39 : Ratio Shiller cours-bénéfice corrigé des variations cycliques – Indice S&P 500 réel/moyenne sur 10 ans du BPA réel

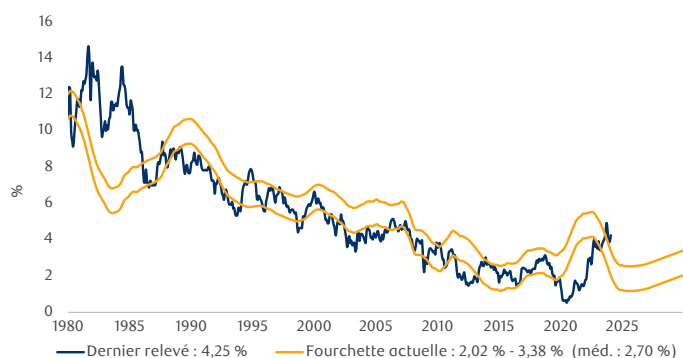


Nota : Au 29 février 2024. Sources : Macrobond, Bloomberg, RBC GMA

Marchés mondiaux des titres à revenu fixe

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

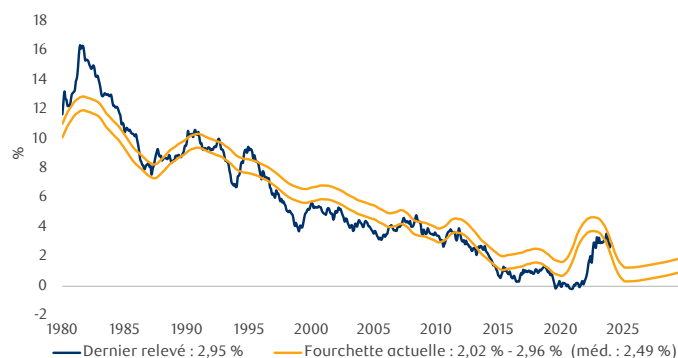
Fourchette d'équilibre



Nota : Au 29 février 2024. Sources : RBC GMA, RBC MC

Zone euro : taux de l'obligation à 10 ans

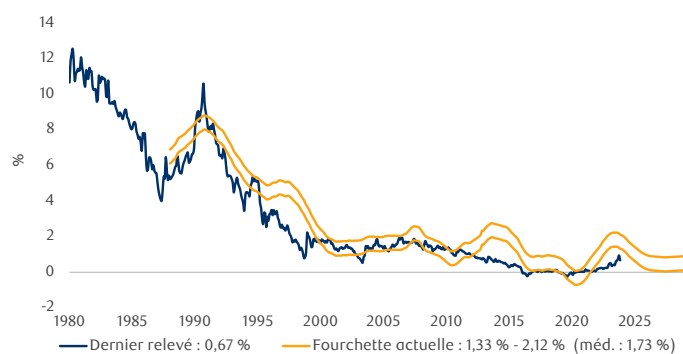
Fourchette d'équilibre



Nota : Au 29 février 2024. Sources : RBC GMA, RBC MC

Japon : taux de l'obligation à 10 ans

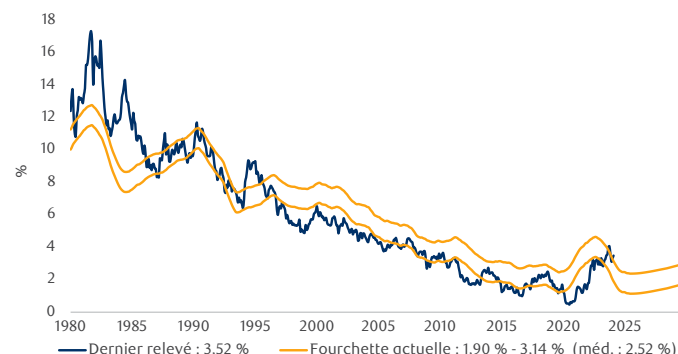
Fourchette d'équilibre



Nota : Au 29 février 2024. Sources : RBC GMA, RBC MC

Canada : taux de l'obligation à 10 ans

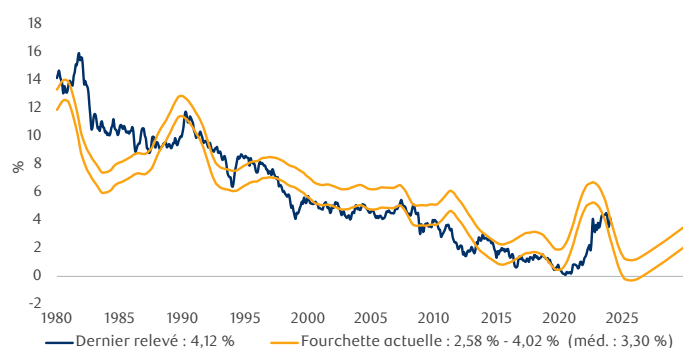
Fourchette d'équilibre



Nota : Au 29 février 2024. Sources : RBC GMA, RBC MC

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

Fourchette d'équilibre



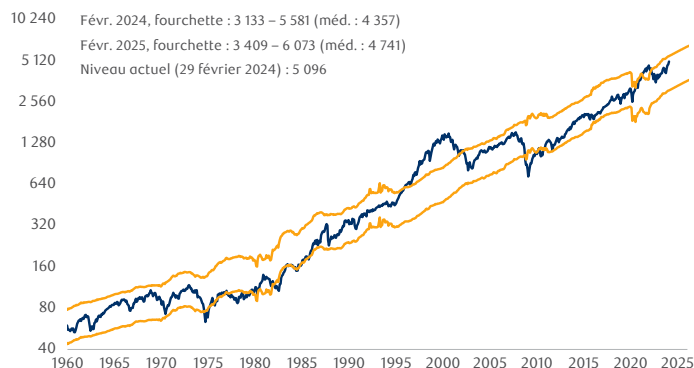
Nota : Au 29 février 2024. Sources : RBC GMA, RBC MC

« À l'exclusion du Japon, où les taux d'intérêt font encore les frais des mesures des banques centrales visant à réprimer les taux. »

Marché mondial des actions

S&P 500 : niveau d'équilibre

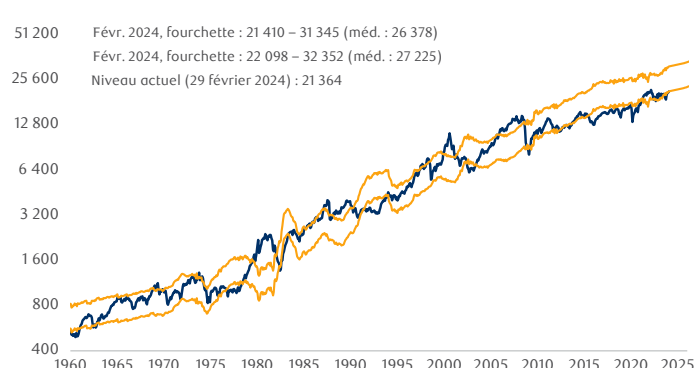
Valorisations et bénéfices normalisés



Nota : Au 29 février 2024. Source : RBC GMA

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

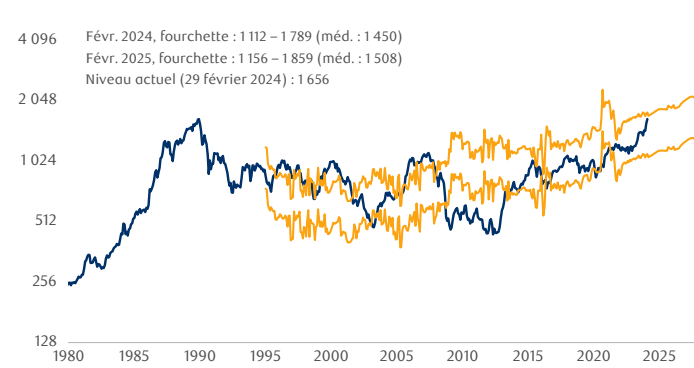
Valorisations et bénéfices normalisés



Nota : Au 29 février 2024. Source : RBC GMA

Japon : indice MSCI

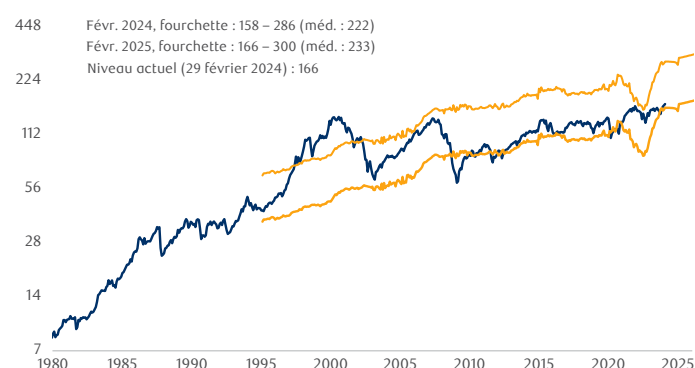
Valorisations et bénéfices normalisés



Nota : Au 29 février 2024. Source : RBC GMA

Zone euro : indice MSCI

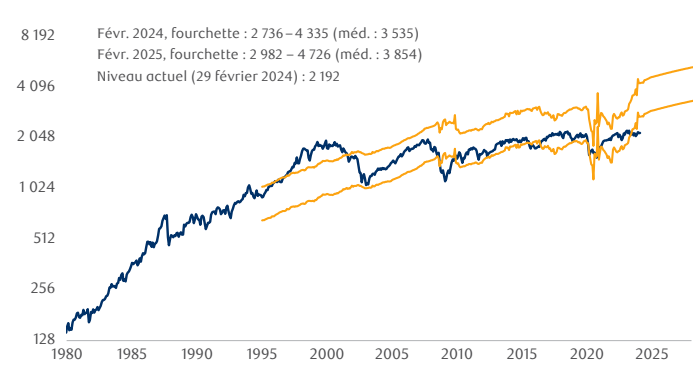
Valorisations et bénéfices normalisés



Nota : Au 29 février 2024. Source : RBC GMA

Royaume-Uni : indice MSCI

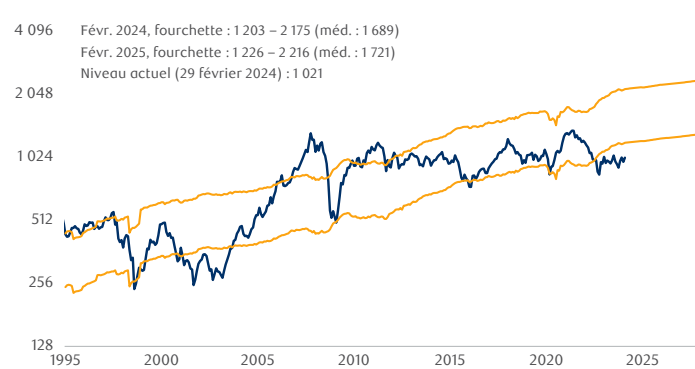
Valorisations et bénéfices normalisés



Nota : Au 29 février 2024. Source : RBC GMA

Marchés émergents : indice MSCI

Valorisations et bénéfices normalisés



Nota : Au 29 février 2024. Source : RBC GMA



Marchés mondiaux des titres à revenu fixe



Soo Boo Cheah, MBA, CFA
Directeur général et premier gestionnaire de portefeuille
RBC Global Asset Management (UK) Limited



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

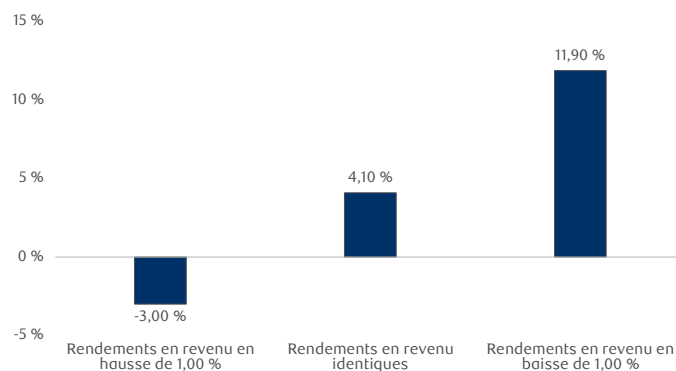


Taylor Self, MBA, CFA
Gestionnaire de portefeuille
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

Les investisseurs en titres à revenu fixe obtiennent de solides rendements depuis octobre, du fait que les anticipations de baisse des taux ont fait descendre les rendements des obligations. Nous sommes d'accord sur le fait que les taux directeurs devraient décliner cette année, mais nous pensons que les investisseurs pourraient être déçus s'ils attendent trop de la part des banques centrales. Bien que le taux de 4 % offert par les obligations du Trésor à 10 ans soit attrayant, les gains des derniers mois signifient que les chances de dégager d'énormes rendements ont diminué depuis le dernier *Regard sur les placements mondiaux*. Dans la publication en question, nous évoquons une forte probabilité d'obtenir des rendements compris entre 5 % et 10 % pour les obligations et une chance raisonnable de dépasser les 10 %. Nous nous attendons maintenant à ce que les porteurs d'obligations d'État obtiennent un rendement proche de 5 % au cours de la prochaine année. Nous sommes d'avis que l'inflation continuera de fléchir et que l'apaisement des marchés du travail permettra aux banques centrales d'assouplir quelque peu leurs politiques, ce qui devrait entraîner une baisse des rendements obligataires dans l'année à venir.

Certes, les rendements potentiels associés aux obligations demeurent séduisants. La partie la plus importante de cette équation est que les taux sont élevés, et que les taux élevés constituent un meilleur point de départ pour les rendements. Si les taux étaient toujours au même niveau d'ici un an, les investisseurs pourraient s'attendre à des rendements de 4,1 % sur leurs placements en obligations. Des taux de départ élevés donnent une certaine sécurité au cas où les prix des obligations se replieraient. Par exemple, une hausse des taux de 1 % se traduirait par des pertes de 3 %. Ils constituent aussi un tremplin pour les rendements en cas de baisse des taux : une réduction des taux de 1 % se traduirait par des gains de 11,9 % (figure 1).

Figure 1 : Les obligations procurent de solides rendements aux investisseurs



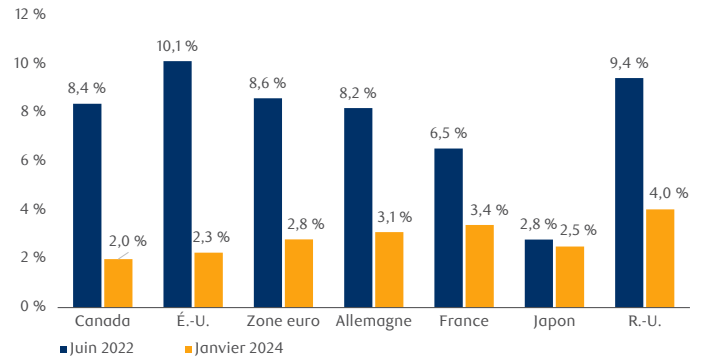
Nota : Rendement sur un an des obligations d'État américaines à 10 ans, du 29 février 2024 au 28 février 2025. Sources : Bloomberg, calculs de RBC GMA

La menace d'une inflation galopante, qui selon nous a largement influencé le rendement des obligations et des actions depuis la pandémie, est également beaucoup plus faible, et ce scénario tend à favoriser les titres à revenu fixe. Dans de nombreuses économies, la vitesse de la montée des prix s'est rapprochée de la cible des banques centrales, c'est-à-dire aux alentours de 2 % (figure 2). Le fléchissement de l'inflation mondiale, qui a connu le plus rapide déclin en 12 mois depuis 1990 aux États-Unis, montre à quel point les pressions sur les prix se sont avérées transitoires, liées aux problèmes de chaîne logistique et aux coûts de l'énergie plutôt qu'à une demande excessive. Certes, les récentes attaques contre les pétroliers de la mer Rouge et le contrôle d'une grande partie des réserves énergétiques par la Russie entraînent un risque élevé d'augmentation des prix de l'énergie. La forte croissance des salaires est aussi citée comme une raison pour laquelle l'inflation pourrait rester plus élevée, mais nous pensons que les actuelles demandes d'augmentation de salaire reflètent principalement l'inflation passée, et non des attentes de remontée des prix. À mesure que l'inflation s'apaisera, les salaires feront de même. Dans ce contexte, nous pensons que les banques centrales ont une marge de manœuvre pour réduire les taux et que les rendements obligataires pourraient baisser.

Le plus grand risque pour nos perspectives est que les pires effets du resserrement monétaire mondial soient derrière nous, et que l'économie reprenne de la vitesse. En fait, RBC GMA n'attend plus de récession cette année, et son hypothèse de base est devenue une croissance modeste. Dans ce scénario, l'économie américaine demeure positive et la croissance des économies comparables des marchés développés commence à se redresser.

En outre, les gouvernements continuent de dépenser, propulsés par l'augmentation des déficits budgétaires. Les marchés ne se sont pas montrés perturbés par l'alourdissement de la dette, en dehors d'une période d'environ trois mois à partir d'août 2023 lorsque les préoccupations budgétaires ont entraîné une forte liquidation des obligations. En dépit des déficits béants, nous ne pouvons pas anticiper d'importantes coupes dans les dépenses publiques en 2024, étant donné que des élections sont attendues dans de nombreux pays et notamment aux États-Unis. Pour l'heure, les grands déficits budgétaires demeurent un risque qui pourrait exacerber une

Figure 2 : L'inflation est beaucoup plus faible partout



Nota : Taux d'inflation ajustés en fonction des différences de calcul régionales
Sources : Bloomberg, RBC GMA, bureaux nationaux de statistique

liquidation des obligations, plutôt qu'une cause principale. Au fil du temps, l'alourdissement de la dette amènera les gouvernements à affecter une part de plus en plus grande de leurs revenus au service de la dette, au détriment de leur flexibilité pour financer les dépenses. Nous croyons que c'est un problème à régler dans le futur.





Nous attendons également un déclin des taux des obligations du Trésor américain, avec des rendements obligataires sur 10 ans en baisse à 4,00 % au cours de la prochaine année, comparativement à 4,25 % au moment où nous écrivons.

États-Unis

L'économie américaine continue de défier les prévisions de récession. Un ensemble de facteurs, dont le déclin prononcé des rendements obligataires, la hausse des prix des actions, le ralentissement de l'inflation, les importantes dépenses publiques et la montée des salaires, ont alimenté l'activité économique au début de 2024. Toutefois, nous ne sommes pas convaincus que la croissance puisse maintenir ce rythme. À notre avis, un ralentissement pourrait survenir dans les 12 prochains mois, car l'important resserrement monétaire mis en place depuis 2022 finira par freiner l'expansion. Par ailleurs, l'épargne accumulée durant la pandémie risque de s'amenuiser, de même que les dépenses publiques. Les charges d'intérêts élevées pèsent déjà sur le marché du logement et sur l'investissement des entreprises, et nous croyons qu'elles se traduiront tôt ou tard par une hausse du chômage et une récession. Bien que les prix à la consommation aient grimpé à un rythme légèrement supérieur à la cible de 2 % de la Réserve fédérale américaine (Fed) l'année dernière, ils n'ont augmenté que de 1 % au cours des trois à six derniers mois. Nous pensons donc que la Fed est encline à assouplir sa politique par rapport au niveau actuel, qui selon elle est restrictif pour l'activité économique. Nous prévoyons que la fourchette cible du taux des fonds fédéraux baissera à 4,00-4,25 % au cours des 12 prochains mois, contre 5,25-5,50 % en ce moment, et que les réductions commenceront au deuxième semestre de 2024. Nous attendons également un déclin des taux des obligations du Trésor américain, avec des rendements obligataires sur 10 ans en baisse à 4,00 % au cours de la prochaine année, comparativement à 4,25 % au moment où nous écrivons.





Les rendements des obligations d'État allemandes à 10 ans reflètent déjà une grande partie de la baisse des taux attendue, et nous prévoyons à peu près le même taux de 2,35 % dans un an.

Zone euro

Contrairement aux États-Unis, l'économie de la zone euro connaît une croissance très faible. Au cours de la dernière année, le PIB de la zone de la monnaie unique n'a augmenté que de 0,1 %, soit sa pire progression annuelle depuis les profondeurs de la crise de la dette souveraine de la région au début des années 2010 (à l'exception de la période de COVID-19). De plus, l'inflation s'est avérée beaucoup plus persistante qu'aux États-Unis, ce qui nous a amenés à croire que les risques de stagflation sont plus élevés dans la zone euro.

Toutefois, les vulnérabilités économiques de la zone euro masquent d'importantes divergences entre les pays membres. L'Allemagne, sans l'ombre d'un doute, a dû faire face à des coûts énergétiques beaucoup plus élevés et à une demande anémique de la Chine. En revanche, l'Espagne et l'Italie ont affiché une croissance robuste, et les marchés du travail demeurent tendus dans ces pays. Nous croyons que leur situation est comparable à celle des États-Unis où les largesses budgétaires ont alimenté la croissance. En Europe, cependant, c'est l'UE elle-même qui a ouvert le robinet des dépenses pour financer divers projets européens, et non les gouvernements nationaux. L'Italie et l'Espagne ont reçu des sommes gigantesques en pourcentage du PIB. En revanche, l'aide à l'Allemagne a été faible, car ce pays est jugé comme relativement riche. Les économies placées sous l'égide de la Banque centrale européenne (BCE) ont des besoins différents, ce qui constitue un problème perpétuel et implique des solutions politiques très différentes les unes des autres.

La croissance des salaires européens a probablement atteint un sommet, mais elle reste beaucoup trop élevée avec un taux compris entre 4 % et 5 %. Maintenant que l'inflation a fléchi, nous pensons que les demandes d'augmentation de salaire se calmeront également. Au vu de la forte proportion de travailleurs syndiqués, nous nous attendons à une série de négociations retentissantes au printemps. Nous estimons peu probable que la BCE réduise ses taux directeurs avant d'avoir la certitude que l'apaisement des pressions sur les prix se reflète dans les attentes salariales. En fin de compte, un ralentissement de l'économie et un fléchissement de l'inflation pourraient inciter la BCE à réduire ses taux plus tard cette année, et nous pensons que le taux des dépôts passera de 4,00 %, son niveau actuel, à 2,25 % dans un an. Les rendements des obligations d'État allemandes à 10 ans reflètent déjà une grande partie de la baisse des taux attendue, et nous prévoyons à peu près le même taux de 2,35 % dans un an.



Nous prévoyons que le taux d'intérêt de référence atteindra 0,10 % à un moment donné au cours des 12 prochains mois.

Nous attendons également une hausse des rendements obligataires, et pensons que le rendement des obligations d'État japonaises à 10 ans s'élèvera à 1,00 % au cours de l'année à venir.

Japon

Nous pensons que le Japon connaît ses plus fortes pressions sur les prix depuis plusieurs décennies. Les articles qui constituent un point de référence important pour les consommateurs, comme le bol de ramen, ont vu leurs prix s'envoler – après plusieurs années de stabilité. Parmi les pays développés du G7, ce sont probablement les travailleurs japonais qui connaîtront la plus forte croissance des salaires.

La Banque du Japon a fait part de son intention de resserrer sa politique en autorisant une hausse des rendements des obligations d'État, et nous pensons que cette normalisation se poursuivra cette année. Le taux directeur de la Banque du Japon pourrait s'élever au-dessus de zéro pour la première fois depuis 2016. Nous prévoyons que le taux d'intérêt de référence atteindra 0,10 % à un moment donné au cours des 12 prochains mois. Nous attendons également une hausse des rendements obligataires, et pensons que le rendement des obligations d'État japonaises à 10 ans s'élèvera à 1,00 % au cours de l'année à venir.



La Banque du Canada a décidé de maintenir son taux directeur à 5,00 % en mars, ce qui marque la cinquième réunion consécutive pendant laquelle les décideurs laissent les taux inchangés.

Canada

La Banque du Canada a décidé de maintenir son taux directeur à 5,00 % en mars, ce qui marque la cinquième réunion consécutive pendant laquelle les décideurs laissent les taux inchangés. La Banque du Canada rechigne toujours à baisser les taux, bien que l'inflation annuelle ait chuté à 2,9 % en janvier 2024, comparativement à 8,1 % en juin 2022 dans un contexte de croissance économique affaiblie. Les décideurs ont déclaré que les taux directeurs étaient serrés de façon à maîtriser l'inflation, mais qu'il fallait encore faire preuve de patience, car les données économiques meilleures que prévu étaient en grande partie attribuables à l'immigration. Toutefois, le taux de chômage a augmenté de 0,8 point de pourcentage depuis 2022, et l'économie canadienne croît moins vite que le bassin de travailleurs. Au Canada, l'économie par habitant s'est considérablement contractée au cours des dernières années, tandis que la productivité est en déclin – ce qui constitue un événement rare et déconcertant. La Banque du Canada ne dispose pas d'outils pour mettre en place des changements structurels capables de stimuler la productivité. Elle ne contrôle pas non plus l'immigration, et elle ne peut pas construire de maisons. En fait, les efforts de la Banque du Canada pour freiner l'inflation à l'aide de taux directeurs plus élevés sont devenus les principaux facteurs d'inflation, car ils ont provoqué une hausse des coûts hypothécaires et des loyers. Nous pensons que cette situation poussera la Banque du Canada à réduire ses taux dans un avenir proche, à condition que l'inflation continue de descendre vers sa cible de 2 %. Si les progrès vers une inflation de 2 % surpassent les attentes de la Banque du Canada, les décideurs réduiront probablement les taux d'intérêt au-delà de nos prévisions.



Nous prévoyons un taux des obligations d'État britanniques à 10 ans de 4,00 % dans un an, soit un peu moins que le taux de 4,10 % auquel elles se situent actuellement.

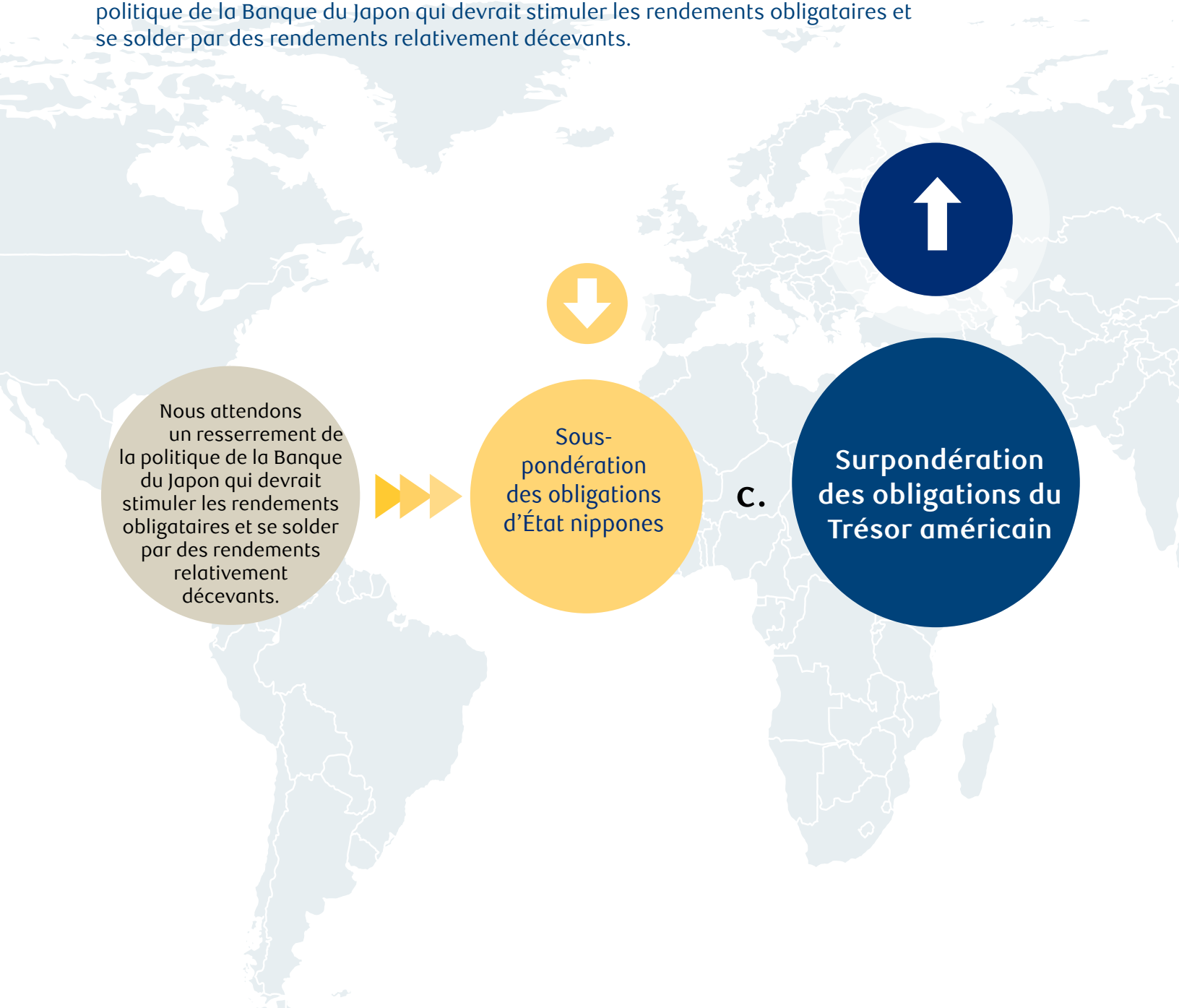
Royaume-Uni

Le Royaume-Uni a terminé 2023 en récession, après plusieurs trimestres consécutifs de ralentissement économique. L'activité intérieure a été médiocre, car les entreprises ont subi une baisse de la demande des ménages combinée à une hausse des prix. L'inflation représente deux fois la cible de 2 % de la Banque d'Angleterre, après une envolée des prix à la consommation de 4 % en janvier d'une année sur l'autre. L'inflation des services dépasse 6 %, impactée par la forte augmentation des salaires des employés. Les taux d'inflation élevés signifient que la Banque d'Angleterre a pris beaucoup de temps avant de se décider à assouplir ses taux directeurs. Cette faiblesse économique persistante est aussi un contrecoup de la sortie de l'UE au début de 2020, date où le Royaume-Uni a perdu ses principaux partenaires commerciaux, et le malaise qui en découle est quelque chose que la politique monétaire ne peut pas vraiment résoudre. Nous pensons que la conjoncture économique continuera de se détériorer au cours de la prochaine année, avec pour conséquence un affaiblissement du marché du travail et un ralentissement des augmentations de salaire. Selon nous, l'inflation ralentira suffisamment pour que la Banque d'Angleterre abaisse son taux directeur à 4,25 % au cours des 12 prochains mois, contre 5,25 % actuellement. Nous pensons que les perspectives économiques à long terme du Royaume-Uni sont parmi les pires du monde développé. Le pays connaîtra probablement une inflation plus élevée et plus persistante que ses pairs, ainsi qu'une croissance plus faible, d'autant plus que les compétences de sa classe politique soulèvent des questions. Ces préoccupations devraient empêcher les taux des obligations d'État britanniques de baisser autant que ce que l'on pourrait attendre dans un contexte de déclin des taux directeurs. Nous prévoyons un taux des obligations d'État britanniques à 10 ans de 4,00 % dans un an, soit un peu moins que le taux de 4,10 % auquel elles se situent actuellement.



Perspectives régionales

Nous surpondérons les obligations d'État américaines et sous-pondérons les obligations d'État japonaises. Selon nous, les taux de départ élevés et la perspective de baisses des taux au cours des 12 prochains mois aux États-Unis pourraient signifier que les obligations du Trésor américain surpasseront leurs homologues japonaises. En revanche, nous attendons un resserrement de la politique de la Banque du Japon qui devrait stimuler les rendements obligataires et se solder par des rendements relativement décevants.



Prévisions sur 12 mois des taux d'intérêt

Calcul du rendement total : 29 février 2024 – 28 février 2025

États-Unis						
	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans	Rendement (local)
Base	4,25 %	3,75 %	3,80 %	4,00 %	4,30 %	5,65 %
Var. p. rap. au trim. préc.	(0,50 %)	(0,25 %)	(0,10 %)	0,00 %	0,05 %	
Élevé	6,00 %	5,75 %	5,50 %	5,25 %	5,25 %	(0,62 %)
Faible	3,00 %	2,75 %	3,00 %	3,20 %	3,60 %	10,16 %
Rend. total prévu couvert en \$ US : 5,9 %						

Allemagne						
	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans	Rendement (local)
Base	2,25 %	1,90 %	2,00 %	2,35 %	2,60 %	3,10 %
Var. p. rap. au trim. préc.	(0,75 %)	(0,60 %)	(0,25 %)	(0,15 %)	(0,25 %)	
Élevé	4,00 %	3,50 %	3,30 %	3,25 %	3,25 %	(3,13 %)
Faible	1,75 %	1,50 %	2,00 %	2,00 %	2,50 %	6,74 %
Rend. total prévu couvert en \$ US : 4,2 %						

Japon						
	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans	Rendement (local)
Base	0,10 %	0,40 %	0,60 %	1,00 %	2,00 %	(1,66 %)
Var. p. rap. au trim. préc.	0,00 %	0,00 %	0,10 %	0,00 %	0,15 %	
Élevé	0,25 %	0,75 %	1,25 %	1,75 %	2,50 %	(8,43 %)
Faible	(0,10 %)	0,00 %	0,25 %	0,50 %	1,40 %	6,72 %
Rend. total prévu couvert en \$ US : 3,3 %						

Canada						
	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans	Rendement (local)
Base	4,00 %	3,75 %	3,60 %	3,50 %	3,50 %	3,34 %
Var. p. rap. au trim. préc.	0,00 %	0,45 %	0,50 %	0,50 %	0,30 %	
Élevé	5,50 %	5,25 %	5,00 %	4,75 %	4,50 %	(2,91 %)
Faible	2,50 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %	3,00 %	7,93 %
Rend. total prévu couvert en \$ US : 3,2%						

Royaume-Uni						
	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans	Rendement (local)
Base	4,25 %	3,75 %	3,80 %	4,00 %	4,50 %	5,45 %
Var. p. rap. au trim. préc.	(0,25 %)	(0,25 %)	0,00 %	0,00 %	(0,25 %)	
Élevé	5,75 %	5,50 %	5,25 %	5,00 %	4,85 %	(0,23 %)
Faible	3,50 %	3,25 %	3,00 %	3,25 %	4,25 %	9,00 %
Rend. total prévu couvert en \$ US : 5,3 %						

Source : RBC GMA



Marchés des changes

Le dollar américain se maintient malgré de nombreux obstacles à long terme



Dagmara Fijalkowski, MBA, CFA

Directrice générale et première gestionnaire de portefeuille
Cheffe, Titres mondiaux à revenu fixe et devises
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.



Daniel Mitchell, CFA

Directeur général et premier gestionnaire de portefeuille
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

Nous restons pessimistes à l'égard du dollar américain, car nos perspectives se fondent sur des vents contraires à long terme. Une combinaison de facteurs dominants devrait entraîner un recul du dollar au cours des prochaines années : la surévaluation de la monnaie, un renversement des entrées de capitaux et l'érosion de la crédibilité budgétaire des États-Unis. Nous prévoyons que les premiers bénéficiaires de cette faiblesse du dollar seront l'euro et le dollar canadien, tandis que le yen et la livre sterling seront à la traîne. Les monnaies des marchés émergents pourraient d'abord être freinées par les baisses de taux des banques centrales, mais elles finiront par bénéficier de la faiblesse généralisée du billet vert.

Certains auraient pu prédire une fluctuation plus marquée du dollar américain au cours des trois derniers mois, notamment en raison de l'émergence de Donald Trump comme candidat favori en vue des élections générales de novembre, de la conviction que les banques centrales ne procéderont pas à d'autres hausses des taux d'intérêt et du consensus émergent selon lequel l'économie mondiale évitera la récession. Le billet vert a toutefois évolué dans une fourchette étroite pendant la majeure partie de l'année dernière. Bien que le dollar demeure inférieur d'environ 9 % à son sommet de 2022 après pondération en fonction des échanges commerciaux (figure 1), sa relative stabilité est attribuable, selon nous, à des facteurs compensatoires qui ont maintenu la monnaie en place. Les événements récents, notamment la croissance économique plus forte que prévu, ont soutenu le billet vert, mais leur effet a été amoindri par des facteurs à long terme comme la forte valorisation de la monnaie.

Figure 1 : Le dollar américain demeure inférieur à son sommet de 2022

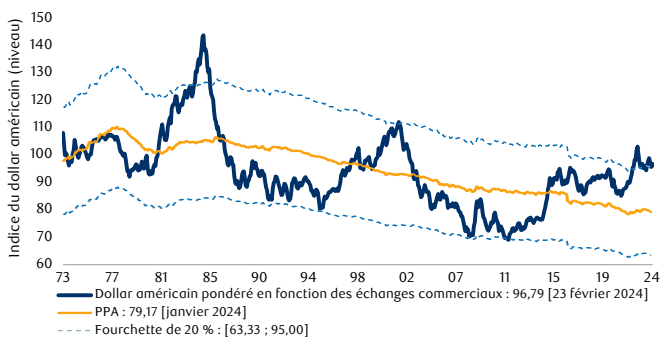


Nota : Au 29 février 2024. Sources : Bloomberg, RBC GMA

En raison des gains du dollar américain au lendemain de la pandémie, la plupart des modèles indiquent une forte surévaluation de la devise. Notre mesure privilégiée, la parité des pouvoirs d'achat, laisse entendre que le dollar est plus surévalué qu'à tout autre moment depuis le milieu des années 1980 (figure 2) ; il se situe à un niveau injustifié, même si on tient compte de l'indépendance énergétique des États-Unis et de son leadership en matière de technologie. Aussi, nous nous attendons à ce que cette surévaluation soit de courte durée, car comme dans le cas d'un élastique que l'on étire, la résistance augmente à mesure que la monnaie s'écarte de la juste valeur. Et lorsque le retour se produit enfin, les monnaies ont tendance à se rajuster de façon excessive en passant d'un extrême à l'autre plutôt qu'en stoppant à la juste valeur.

Un des facteurs contribuant au maintien de la surévaluation du dollar à court terme est l'augmentation des taux d'intérêt, dans un contexte où il est attendu que la Réserve fédérale américaine (Fed) abaisse les taux directeurs plus lentement que ce qui était prévu à la fin de l'année dernière. L'augmentation de 50 points de base des taux des obligations du Trésor américain à 2 ans observée en février aurait normalement entraîné une hausse du billet vert, si ce n'était des taux d'intérêt allemands qui ont aussi augmenté. Par conséquent, même si les taux des obligations américaines sont plus élevés que ceux de titres comparables, la variation des taux d'intérêt relatifs maintient le dollar dans sa fourchette.

Figure 2 : USD – Évaluation selon la PPA

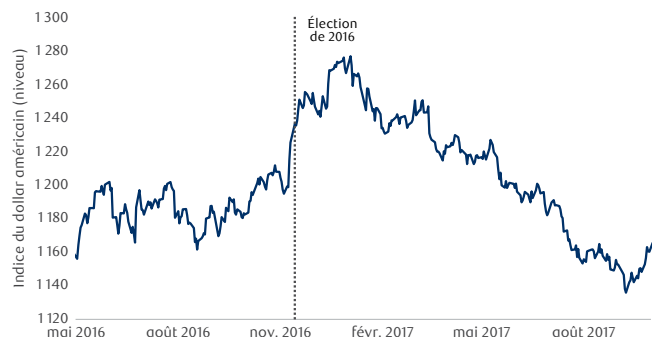


Nota : Au 29 février 2024. PPA = Parité des pouvoirs d'achat. Utilise le nouvel indice Fed USD (indice USTWAFE) du 31 décembre 2019. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Les investisseurs se demandent maintenant si les élections aux États-Unis en novembre pourraient permettre à la monnaie de rester forte et résistante malgré les obstacles à long terme. Une victoire de Donald Trump provoquerait probablement une appréciation du dollar américain à court terme en raison de la nature de ses politiques. Par exemple, sa proposition d'imposer des droits de douane de 10 % sur toutes les importations nuirait à la compétitivité des partenaires commerciaux du pays en augmentant le prix des biens étrangers pour les consommateurs américains. De plus, les dépenses budgétaires expansionnistes, les réductions d'impôt et la déréglementation appuieraient le rendement économique supérieur favorable au dollar américain observé au cours de la dernière année. Le mépris de Donald Trump à l'égard des organisations internationales et sa faible volonté de soutenir l'Ukraine pourraient également faire grimper le billet vert, car un arrêt de l'aide militaire serait néfaste pour la stabilité européenne.

Cela dit, la réaction à une victoire de Donald Trump pourrait se limiter à une hausse impulsive du dollar, semblable à celle survenue dans les mois qui ont suivi sa victoire de la Maison-Blanche en 2016 (figure 3). Les présidences républicaines ont généralement été les pires pour le billet vert, et les périodes les plus négatives ont été celles où les deux chambres du Congrès et la Maison-Blanche étaient contrôlées par le Grand Old Party (figure 4).

Figure 3 : La reprise du dollar américain après les élections a été de courte durée



Nota : Au 29 février 2024. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Figure 4 : Performance du dollar américain sous l'influence de différents partis politiques

Président démocrate			
USD pondéré en fonction des échanges commerciaux (rendement mensuel moyen)		Chambre	
		Démocrate	Républicaine
Sénat	Démocrate	-0,06 %	0,19 %
	Républicain		0,33 %
Président républicain			
USD pondéré en fonction des échanges commerciaux (rendement mensuel moyen)		Chambre	
		Démocrate	Républicaine
Sénat	Démocrate	-0,04 %	-0,12 %
	Républicain	0,06 %	-0,36 %

Nota : Au 29 février 2024. Sources : Bloomberg, Réserve fédérale américaine, RBC GMA

Cela dit, nous remarquons que le dollar fait habituellement piètre figure lorsque les actions augmentent, et nous pensons que le penchant de Donald Trump pour la déréglementation et les réductions d'impôt serait positif pour les marchés boursiers. Il pourrait également amenuiser le soutien au billet vert en incitant la Fed à maintenir les taux directeurs plus bas qu'ils ne le seraient autrement, un résultat qu'il pourrait atteindre en nommant des membres du conseil d'administration si ses pressions sur la banque centrale s'avéraient infructueuses.

Il est important de comprendre les raisons pour lesquelles l'élection de M. Trump risque d'entraîner plus de répercussions baissières à *long terme* pour le dollar. D'abord, l'inclination de Donald Trump pour la réduction des impôts et le maintien des taux d'intérêt à un niveau bas menace de nuire davantage à la crédibilité budgétaire et monétaire des États-Unis. Les réductions d'impôt et les baisses de taux d'intérêt sont des outils à utiliser en contexte de ralentissement économique, et l'économie américaine n'a assurément pas besoin de stimulation supplémentaire. L'adoption de mesures d'assouplissement monétaire et budgétaire pourrait accroître les pressions inflationnistes qui, en ces temps où l'inflation est préoccupante, pourraient

éroder la valeur du billet vert par rapport à d'autres monnaies des marchés développés.

Une deuxième préoccupation à long terme est l'attitude critique de M. Trump envers les partenaires commerciaux qui affichent des excédents avec les États-Unis, ainsi que sa volonté d'utiliser la monnaie comme une arme pour exercer une influence géopolitique. Donald Trump et Joe Biden ont tous deux exclu du système de paiement en dollars des pays qui n'ont pas respecté le droit international, et un deuxième mandat de M. Trump se traduirait probablement par une utilisation plus fréquente de cette approche.

M. Trump a été le premier président à exclure de la sorte d'autres pays que Cuba après que l'Iran a poursuivi son programme d'enrichissement nucléaire, et M. Biden a utilisé la même méthode contre la Russie après son invasion de l'Ukraine. Joe Biden a même été au-delà des sanctions économiques en saisissant littéralement des actifs russes. L'utilisation du dollar à des fins répressives n'est donc pas l'apanage d'un seul parti politique. Aussi, l'utilisation de plus en plus fréquente du dollar comme levier politique pousse les détenteurs d'importantes réserves de devises à s'interroger sur la sécurité de l'épargne nationale détenue aux États-Unis ou libellée en dollars américains. Les politiques américaines n'ont pas fait perdre au billet vert son titre de principale monnaie de réserve à l'échelle mondiale, mais on note assurément une hausse notable des activités de commerce mondial et d'investissements se produisant dans d'autres devises, notamment le pétrole russe négocié en renminbis chinois ou en roupies indiennes.

Quoi qu'il en soit, la trajectoire à long terme du dollar américain n'est généralement pas dictée par les élections, mais par des facteurs persistants qui peuvent modifier l'évolution de la monnaie sur de plus longues périodes. La valorisation est l'un de ces facteurs et elle est bien alignée sur les phases de six à neuf ans entre les sommets et les creux qui caractérisent les cycles du dollar américain (figure 5). Ainsi, nous croyons que le dollar en est aux premières étapes d'un déclin à long terme qui se traduira par un plongeon de son cours d'au moins 20 % dans les prochaines années. De plus, un déficit persistant du compte courant et des dépenses budgétaires importantes soutiendront cette tendance.

L'abandon progressif du dollar américain dans les réserves de devises, même s'il ne touche qu'une petite partie de ces capitaux qui totalisent 12 000 milliards de dollars américains, exercera également des pressions à la baisse sur le dollar.

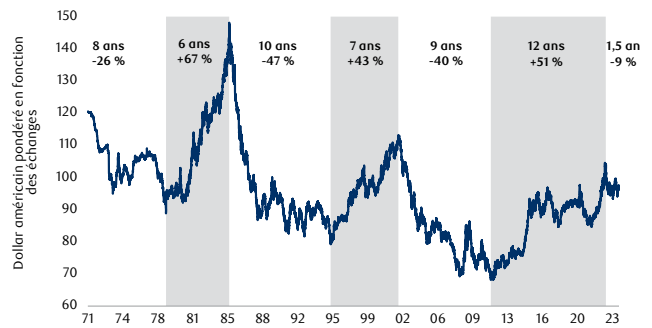
Ce contexte à long terme est d'une importance capitale pour nos perspectives, car il permet d'envisager le comportement futur des autres devises. L'effritement du dollar créera une vague qui inondera tous les autres bateaux, comme c'est le cas depuis l'atteinte d'un sommet par le billet vert il y a 18 mois (figure 6). Nous nous attendons à ce que le premier bénéficiaire de cette faiblesse du dollar américain soit l'euro, puisque la monnaie unique est la deuxième plus importante aux fins du commerce et de l'investissement à l'échelle mondiale, et qu'elle compense fréquemment les fluctuations du dollar américain. Contrairement au dollar canadien, qui est susceptible de suivre le rythme de l'euro, nous sommes d'avis qu'un recul du dollar américain ne renforcera pas le yen japonais ni la livre sterling dans la même mesure.

Marchés émergents

Les monnaies des marchés émergents se sont relativement bien comportées ces dernières années. Les hausses de taux d'intérêt musclées visant à lutter contre l'inflation ont été grandement avantageuses pour les marchés émergents ; elles ont soutenu les actifs dans ces marchés et ont protégé les devises de la hausse des taux dans les marchés développés.

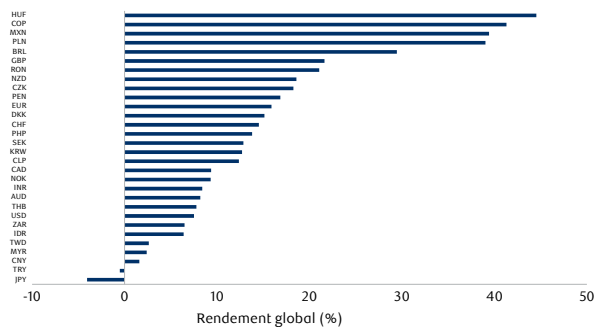
Maintenant que l'inflation ralentit à l'échelle mondiale, certaines banques centrales des marchés émergents ont commencé à assouplir leur politique monétaire, alors même que les banques centrales dans les pays développés maintiennent le statu quo. Par conséquent, l'écart entre les devises au rendement le plus élevé et celles au rendement le plus faible (figure 7) s'est rapidement rétréci, ce qui pourrait limiter l'enthousiasme des investisseurs pour les monnaies des marchés émergents. En outre, une plus grande volatilité des taux de change pourrait avoir le même résultat, car elle modifie le calcul de la prise de risque pour exploiter les écarts de taux entre les pays. Par ailleurs, même si les marchés sont restés calmes jusqu'à présent, des mesures prévisionnelles (prix des options) laissent entrevoir des fluctuations plus importantes du marché des changes, en raison de la nervosité préélectorale qui marquera le deuxième semestre de l'année (figure 8).

Figure 5 : Cycles à long terme du dollar américain pondéré en fonction des échanges



Nota : Au 23 février 2024. Sources : Bloomberg, Réserve fédérale américaine, RBC GMA

Figure 6 : La plupart des devises se sont appréciées depuis le sommet atteint par le dollar



Nota : Depuis le 30 septembre 2022. Au 29 février 2024. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Figure 7 : Resserrement de l'écart entre les actions à rendement élevé et les actions à faible rendement



Nota : Au 29 février 2024. Sources : Bloomberg, RBC GMA

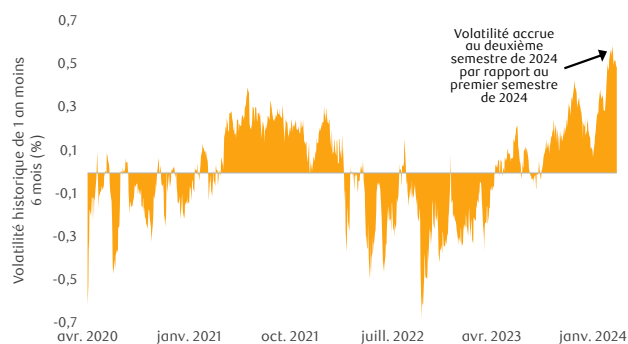
Cela ne signifie pas pour autant que les monnaies des marchés émergents s'affaibliront considérablement, car elles continuent d'offrir des rendements en revenu plus élevés, et la crédibilité durablement gagnée des banques centrales dans la lutte contre l'inflation continue de se traduire par des versements de dividendes. Une grande partie de cette crédibilité s'accompagne d'un passage aux taux de change flottants, qui permettent aux banques centrales de se concentrer sur la lutte contre l'inflation plutôt que sur la gestion de la vigueur de la monnaie.

Nous surveillons d'autres éléments qui devraient soutenir les devises des marchés émergents, tandis que les pays de ce segment progressent sur la voie du développement économique :

- L'amélioration du fonctionnement des gouvernements et une meilleure application du principe de l'État de droit.
- Une plus grande intégration des travailleurs dans l'économie formelle, ce qui augmente les recettes fiscales et crée des emplois.
- La création de fonds de retraite qui procurent un filet de sécurité sociale et qui encouragent l'épargne-retraite de façon à créer un bassin de capitaux aidant les gouvernements à se financer eux-mêmes à l'échelle nationale.
- Le renforcement des marchés des capitaux intérieurs, ce qui stimule les investissements étrangers.

Outre ces avancées socio-économiques, la part croissante des actifs des marchés émergents dans les portefeuilles mondiaux a alimenté la demande pour les devises de ces marchés. Nous nous attendons à ce que cette demande ne diminue pas et à ce que les devises des marchés émergents profitent d'une baisse généralisée du dollar américain.

Figure 8 : Les marchés anticipent une plus grande volatilité à l'approche des élections américaines



Nota : Moyenne de la différence des volatilités historiques des monnaies du G9. Au 8 mars 2024. Sources : Bloomberg, RBC GMA

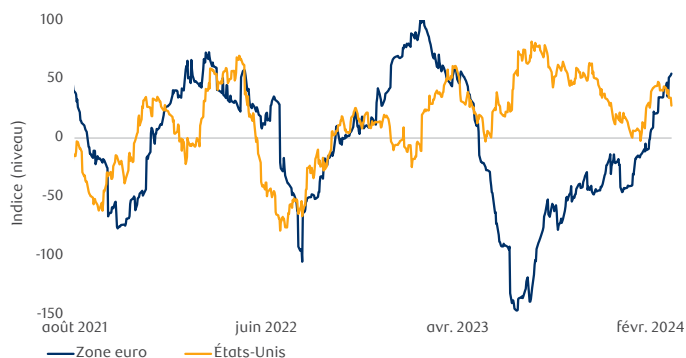


L'euro

L'affaiblissement de l'activité économique en Europe est la principale raison pour laquelle l'euro n'a pas trouvé d'assise solide au cours des dernières années. La différence entre les croissances économiques de chaque côté de l'océan Atlantique a été marquée, ce qui a entraîné une sortie de capitaux de la zone euro, car les perspectives de rendement des actifs étaient plus prometteuses ailleurs. La combinaison des faibles taux d'intérêt, d'une faible croissance économique et de l'incertitude du contexte géopolitique a ébranlé la confiance à l'égard de la monnaie. On peut en revanche soutenir que les investisseurs font preuve d'un trop grand pessimisme à l'égard de l'euro. Les attentes en matière de données économiques sont maintenant si basses que des indicateurs ont récemment surpassé ce qui était anticipé, et les surprises positives en Europe sont dorénavant supérieures à celles des États-Unis (figure 9), signe que la confiance à l'égard de la monnaie unique est en voie de s'améliorer. Le relèvement des prévisions de croissance mondiale a tendance à avoir une incidence plus grande sur les devises que les changements dans les perspectives de croissance aux États-Unis, et nous prévoyons que l'euro en bénéficiera.

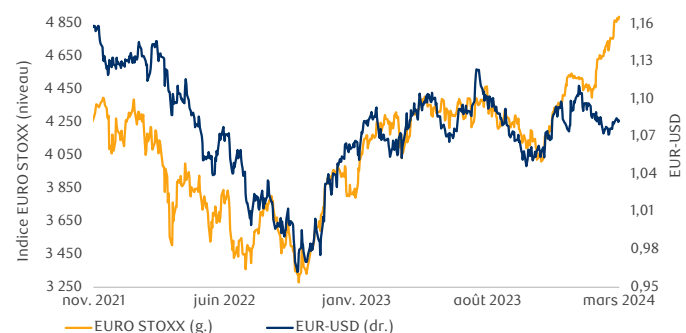
Le pessimisme pris en compte dans le taux de change peut également être quantifié en comparant l'euro à certains des facteurs qui le déterminent. Qu'il s'agisse du rendement des marchés boursiers ou du rendement en revenu supplémentaire exigé par les investisseurs pour détenir des obligations italiennes, les principaux facteurs de rendement de l'euro laissent entrevoir que la devise pourrait se négocier autour de 1,17 \$ US (figures 10 et 11). Pour notre part, nous estimons que l'euro peut se renforcer au-delà de ces niveaux, et nous prévoyons que le taux de change pourrait atteindre 1,21 \$ US au courant de la prochaine année.

Figure 9 : Surprises économiques



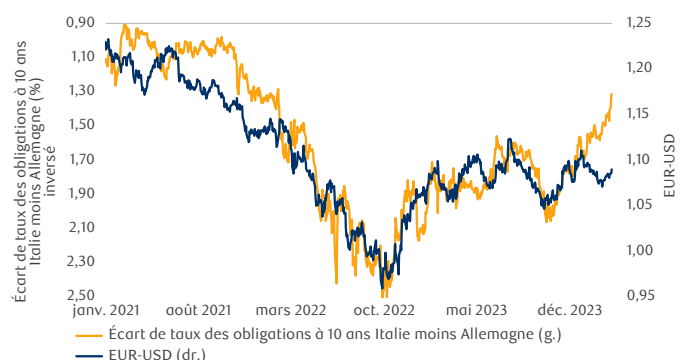
Nota : Au 5 mars 2024. Sources : Citi, RBC GMA

Figure 10 : Les actions européennes laissent entrevoir une hausse de l'euro



Nota : Au 29 février 2024. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Figure 11 : Les écarts dans les pays périphériques laissent entrevoir une hausse de l'euro



Nota : Au 6 mars 2024. Sources : Bloomberg, RBC GMA

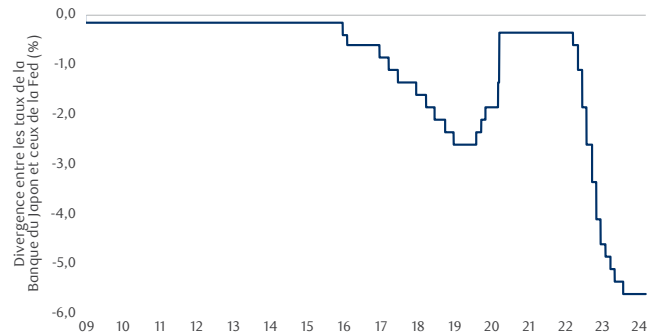
Yen

Le yen japonais s'est retrouvé au dernier rang des devises des marchés développés au cours de la dernière année, et a occupé l'avant-dernier rang à l'échelle mondiale, juste après la livre turque. Cette performance est en grande partie un symptôme de l'écart important entre le taux directeur de -0,10 % de la Banque du Japon et le taux directeur de 5,50 % établi par la Fed (figure 12) ; le coût d'opportunité fait en sorte qu'il est peu attrayant pour les investisseurs japonais de détenir leur propre monnaie.

Autre facteur défavorable au yen : il est peu probable que la Banque du Japon intervienne de nouveau sur les marchés des changes. À la fin de l'année dernière, sa principale motivation à défendre le yen était de maintenir le bon fonctionnement des marchés financiers japonais et d'éviter des fluctuations désordonnées du taux de change (figure 13). À moins d'une nouvelle dépréciation soudaine du yen à 160, nous estimons que les investisseurs ne devraient pas s'attendre à ce que la Banque du Japon limite les reculs de sa monnaie. Une liquidation massive du dollar serait nécessaire pour que le yen se redresse.

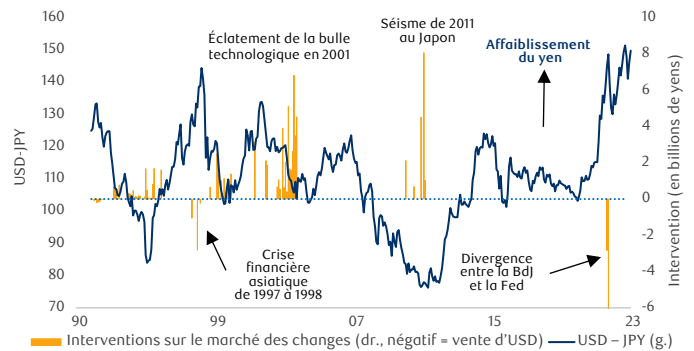
Une appréciation du yen exigerait également que la Banque du Japon abandonne durablement ses politiques monétaires extrêmement accommodantes ou que la Fed procède à des baisses de taux supplémentaires, en plus de celles qui sont actuellement prévues. Nous nous attendons à ce que ces deux scénarios se concrétisent, mais peut-être plus tard dans le courant de l'année. Un recul généralisé des marchés boursiers qui ravive la demande pour les valeurs refuges pourrait aussi aider la monnaie japonaise. Nous avons atténué notre optimisme à l'égard du yen et nous prévoyons maintenant que la devise atteindra 135 par dollar américain d'ici 12 mois.

Figure 12 : Les écarts de taux entre le Japon et les États-Unis à leur plus bas niveau depuis plusieurs décennies



Nota : Au 29 février 2024. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Figure 13 : Historique des interventions de la Banque du Japon



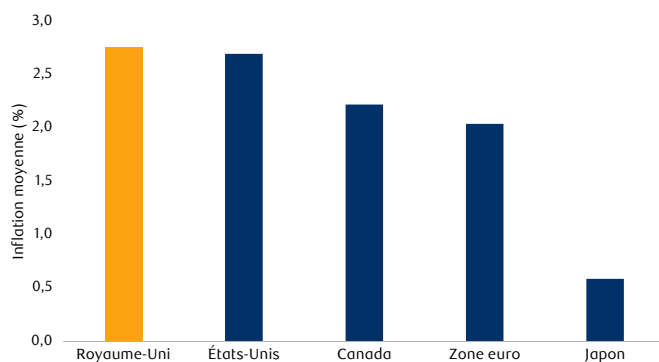
Nota : Au 31 janvier 2024. Sources : Ministère des Finances du Japon, RBC GMA

La livre sterling

Depuis la fin de 2022, le Royaume-Uni a connu une inflation plus rapide que ses pairs dans un contexte de croissance économique plus lente. Même si une telle combinaison pourrait ne pas sembler particulièrement attrayante pour les cambistes, la livre a réussi à surpasser systématiquement la plupart de ses pairs des autres marchés développés au cours de la dernière année. Bien que l'effet à long terme d'une inflation structurellement plus élevée au pays (figure 14) se traduira par l'érosion progressive de la valeur de la livre, cela signifie également que la monnaie a bénéficié de la réticence de la Banque d'Angleterre à réduire les taux.

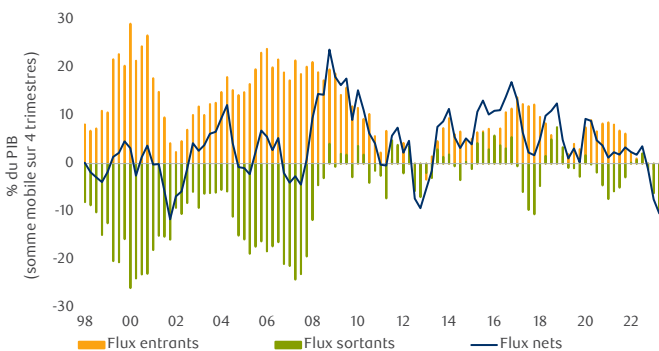
À mesure que l'inflation faiblira, nous prévoyons que la devise sera plombée par l'incidence persistante du Brexit, par le double déficit du Royaume-Uni et par le ralentissement du marché de l'habitation. Une hausse soudaine des investissements étrangers préoccupe également les investisseurs (figure 15), car elle accentue la pression sur le solde des flux de capitaux déjà en détérioration au Royaume-Uni. De plus, le pays fait face à une hausse inquiétante du chômage lié à la santé. De fait, plus de 2,5 millions de personnes sur les 67 millions que compte le Royaume-Uni ne travaillent pas en raison d'une invalidité de longue durée (figure 16). Nous maintenons donc nos perspectives baissières à long terme pour la livre sterling et nous nous attendons à ce qu'elle soit l'une de celles qui s'apprécie le moins par rapport au dollar, parmi les principales devises. Selon nous, la livre ne devrait augmenter que modestement pour atteindre 1,31 \$ US au cours des 12 prochains mois.

Figure 14 : Inflation structurellement élevée au R.-U.



Au 31 janvier 2024. Données depuis 1990. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Figure 15 : Flux d'investissement au Royaume-Uni



Nota : Au 30 septembre 2023. Sources : Office for National Statistics du Royaume-Uni, RBC GMA

Figure 16 : Une grande partie de la main-d'œuvre est en congé de maladie à long terme



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

Le dollar canadien

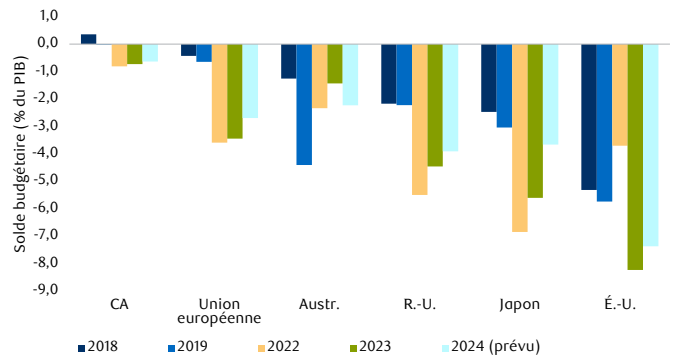
Le dollar canadien s'est négocié entre 1,32 \$ CA et 1,40 \$ CA par dollar américain au cours des 18 derniers mois, reflétant en partie les fluctuations plus larges du dollar américain et en partie les facteurs à moyen et à long terme qui pourraient avoir des effets contradictoires.

Sur de longues périodes de placement, le huard a beaucoup à gagner :

- Le dollar canadien est sous-évalué, selon des modèles à court et à long terme.
- La demande étrangère d'obligations canadiennes est constante.
- Le pays a un système bancaire solide et stable, sans fuite des dépôts ni tensions du marché comparables à celles observées aux États-Unis l'an dernier.
- Sur le plan fiscal, le Canada enregistre des déficits moins importants et plus viables que ses pairs (figure 17).
- La main-d'œuvre de plus en plus instruite au pays offre des possibilités de croissance de qualité supérieure (figure 18).
- Une immigration forte devrait stimuler le potentiel de croissance à long terme.

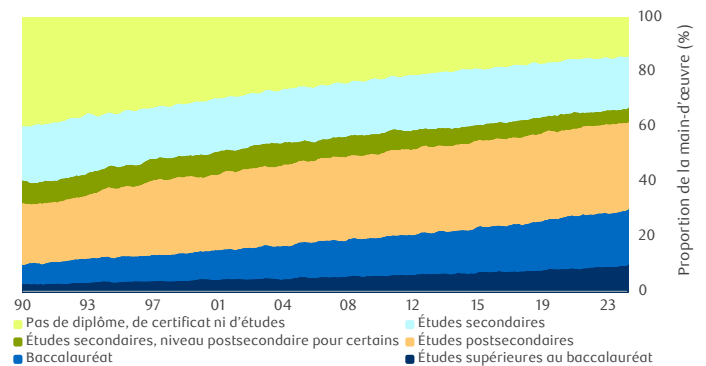
Nous continuons de croire que les données fondamentales positives à long terme du dollar canadien entraîneront son appréciation au fil du temps, surtout par rapport à un dollar américain en baisse. Toutefois, notre optimisme a été quelque peu tempéré au cours de la dernière année, car plusieurs événements ont nui aux perspectives de la monnaie. Plus particulièrement, la hausse des versements hypothécaires et des loyers pèse sur la consommation des ménages, un effet qui devient de plus en plus prononcé chaque mois à mesure que les taux des prêts hypothécaires sont rajustés.

Figure 17 : Le solde budgétaire du Canada est plus sain que celui de ses pairs



Nota : Au 31 décembre 2023. Sources : FMI, RBC GMA

Figure 18 : Niveau de scolarisation



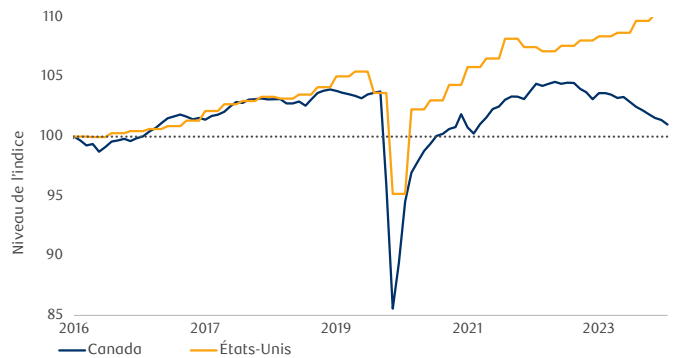
Nota : Au 29 février 2024. Sources : Statistique Canada, RBC GMA

De plus, la politique d'immigration du pays n'a pas non plus produit les avantages économiques que nous avons, comme bien d'autres, célébrés au départ. En fait, même avec des augmentations substantielles de la population active, la taille de l'économie par habitant a diminué, ce qui signifie que le niveau de vie de la plupart des Canadiens s'est détérioré (figure 19). Un mécontentement à l'égard du programme d'immigration du gouvernement est apparu en réponse à une pénurie de logements et cette opposition s'intensifiera sans aucun doute s'il en découle aussi une pénurie d'emplois.

La récente faiblesse du huard et du PIB par habitant du pays s'explique également par la réticence des sociétés à investir dans les occasions de croissance. Le Canada est à la traîne dans les principaux secteurs d'investissement, y compris dans les dépenses en recherche et développement et dans la création de propriété intellectuelle. Si l'on rajuste les données selon la population, les enregistrements de brevets tirent de l'arrière depuis de nombreuses années par rapport à ceux des États-Unis, de la Chine, de la Corée du Sud et du Japon (figure 20), ce qui contribue à la faible productivité du pays.

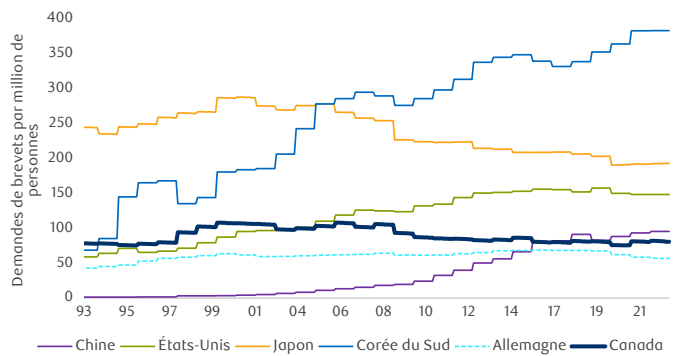
Par ailleurs, les sociétés canadiennes se sont montrées réticentes à faire des investissements de capitaux. C'est compréhensible pour le secteur pétrolier, où la politique rend les perspectives incertaines, mais cette tendance concerne un fort pourcentage d'entreprises canadiennes qui choisissent de plus en plus de faire des dépenses en immobilisations à l'extérieur du pays plutôt qu'à l'intérieur de celui-ci (figure 21). Les investissements directs étrangers ont été moins préoccupants au cours des dernières années, car le déficit commercial du Canada a été contenu pendant la pandémie. Mais le solde du compte courant actuel est de nouveau en déficit, maintenant que les Canadiens voyagent à l'étranger et que les hivernants recommencent à passer leurs hivers en Floride. Ces sorties continues de capitaux (des investissements directs étrangers et du compte courant) imposent une pression à la baisse continue sur le dollar canadien.

Figure 19 : Le PIB réel par personne ne laisse entrevoir aucune amélioration du niveau de vie au Canada



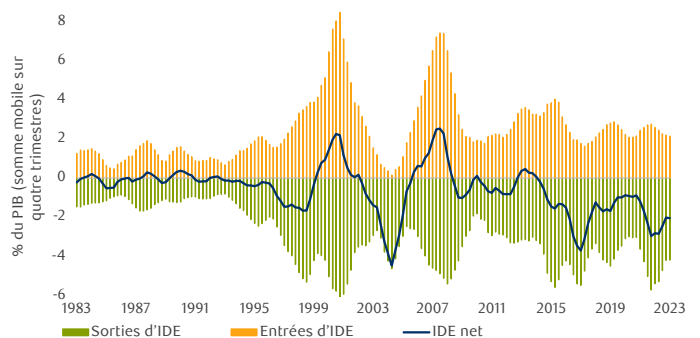
Nota : Au 31 décembre 2023. Indexé à 100 le 1er janvier 2016. Sources : Bureau of Economic Analysis, Statistique Canada, Banque Nationale, RBC GMA

Figure 20 : Le Canada est à la traîne en matière d'innovation



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

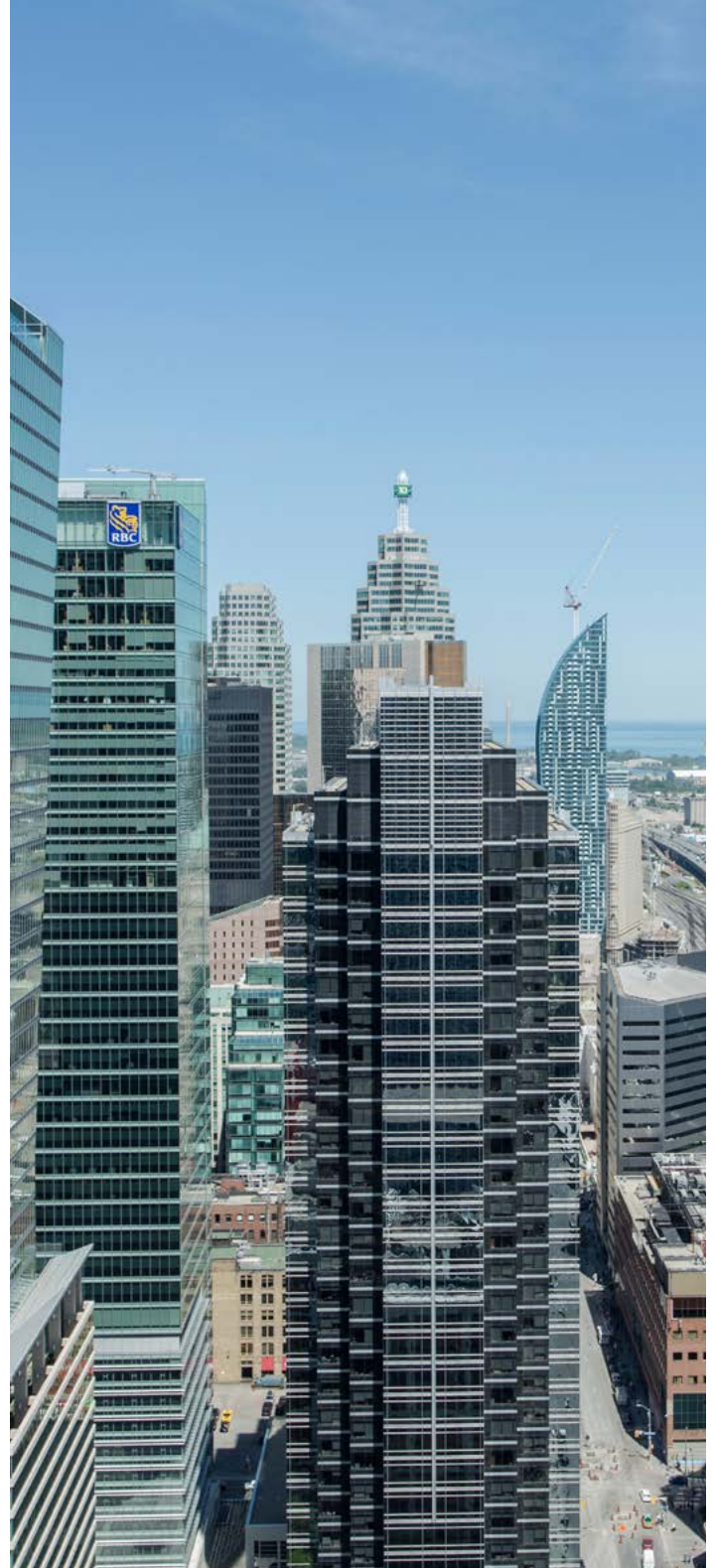
Figure 21 : Investissements directs étrangers



Nota : Au 31 décembre 2023. Sources : Statistique Canada, RBC GMA

Entre-temps, les investisseurs se concentrent sur plusieurs thèmes de courte durée, y compris la vulnérabilité du Canada au ralentissement de la croissance économique aux États-Unis. Un ralentissement aux États-Unis pourrait faire fléchir le dollar canadien à 1,40 \$ CA par dollar américain, et les risques d'un ralentissement économique plus important inquiètent les cambistes qui redoutent une liquidation plus importante du huard. La position des banques centrales est également préoccupante. Nous soupçonnons que la Banque du Canada est plus encline à réduire les taux directeurs que la Fed, compte tenu du ralentissement de la croissance économique du pays, de la hausse de l'endettement des ménages et d'une grande sensibilité aux rajustements des taux hypothécaires.

Nous nous attendons à ce que ces facteurs à court terme pèsent sur le huard pendant un certain temps, sans pour autant l'affaiblir au-delà de sa fourchette bien établie de 1,32 \$ CA à 1,40 \$ CA, mais assez pour qu'il soit à la traîne de l'euro. À plus long terme, nous prévoyons que le dollar canadien obtiendra de meilleurs rendements que les autres devises des marchés développés par rapport au dollar américain, puisqu'il devrait s'apprécier à 1,27 \$ CA par dollar américain au cours des 12 prochains mois.





Perspectives régionales – États-Unis



Brad Willock, CFA

Directeur général et premier gestionnaire de portefeuille
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

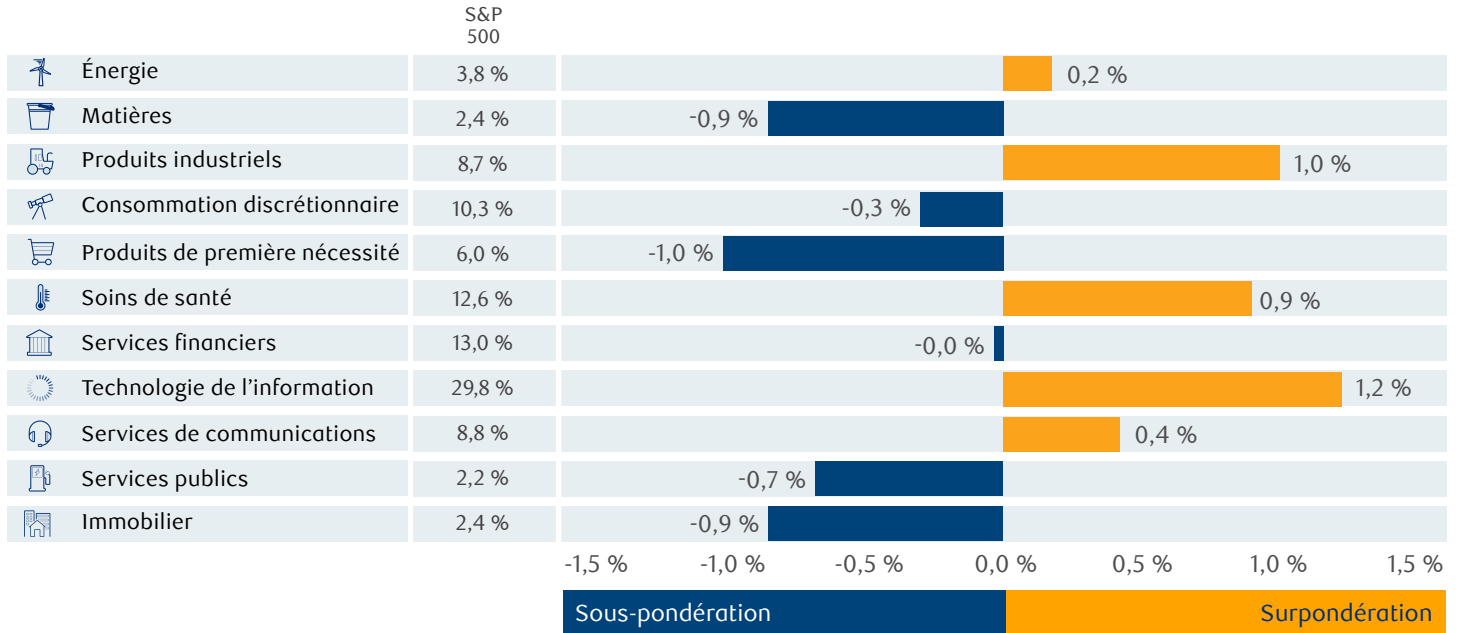
Les actions américaines, représentées par l'indice S&P 500, ont fracassé des records au cours de la période de trois mois terminée le 29 février 2024, grimant de 12,0 % en raison d'une croissance économique meilleure que prévu, de la vigueur continue de l'emploi et de solides bénéfices. Les secteurs axés sur la croissance ont mené le bal. Les services de communications et la technologie de l'information ont fini en tête, suivis des produits industriels, des soins de santé et de la finance. La plupart des secteurs défensifs ont continué de tirer de l'arrière, notamment les sociétés de services publics et les vendeurs de biens de consommation de base. L'envolée du marché boursier reflète le fait qu'un atterrissage en douceur de l'économie est désormais généralement attendu et que l'enthousiasme à l'égard de l'intelligence artificielle (IA) prend de l'ampleur. Comme le S&P 500 se situe à plus de 5 000, ayant augmenté d'environ 24 % depuis octobre, les investisseurs commencent à se demander si la reprise actuelle alimentée par l'IA est allée trop loin. De nombreux investisseurs établissent des comparaisons avec l'effondrement mémorable des actions des sociétés technologiques à la fin des années 1990 et qualifient de bulle les niveaux actuels du marché. Le rendement des actions au cours de la prochaine année dépendra probablement du bien-fondé de l'optimisme entourant l'IA.

Pour déterminer si les actions sont vulnérables, nous avons dressé une liste de facteurs qui ont tendance à annoncer

une bulle du marché boursier. D'abord, y a-t-il des raisons d'être enthousiaste ? Oui, certainement. Historiquement, les bulles ont été provoquées par des innovations qui ont de toute évidence des répercussions importantes, mais dont la valeur future est impossible à établir. L'IA générative répond assurément à cette description, et sa capacité à améliorer considérablement la productivité favorise d'énormes investissements dans l'infrastructure nécessaire à l'exploitation de la nouvelle technologie. Dans cette première phase d'adoption, les principaux bénéficiaires sont les fabricants de semi-conducteurs de pointe et les fournisseurs de services infonuagiques. Par exemple, Nvidia, le principal fabricant de semi-conducteurs utilisés dans l'IA, a déclaré un bénéfice de 12,3 milliards de dollars américains au cours du dernier trimestre, ce qui est plus de huit fois plus élevé qu'un an plus tôt. La situation était tout autre lors de la bulle technologique, lorsque de nombreuses sociétés fortement vantées avaient peu ou pas de revenus ou de bénéfices.

Une autre condition essentielle à une bulle est un accès facile à des capitaux. Le principe est que des capitaux bon marché sont nécessaires pour financer le développement d'une nouvelle industrie ou technologie. À la fin des années 1990, la bulle technologique a été financée principalement par un marché des PAPE largement ouvert. En 1999, 560 entreprises sont entrées en bourse, contre 154 en 2023. En 1999, l'enthousiasme des investisseurs a contribué à financer

États-Unis – Pondérations sectorielles recommandées

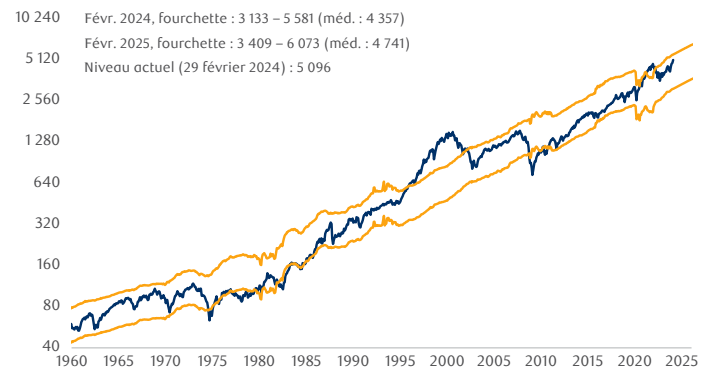


Nota : Au 29 février 2024. Source : RBC GMA

« Signalons que plus de la moitié des sociétés du S&P 500 ont fait état d'une hausse des marges bénéficiaires et que la croissance des bénéfices a surpassé la croissance des revenus pour un deuxième trimestre d'affilée. »

Fourchette d'équilibre, indice S&P 500

Valorisations et bénéfices normalisés



Source : RBC GMA

le déploiement de l'Internet, mais la grande majorité des investissements ont échoué. Aujourd'hui, la construction des infrastructures d'IA est menée par une poignée d'entreprises extrêmement rentables (Amazon, Microsoft, Google, Meta Platforms et Nvidia), tandis que d'autres sont financées en partie par des fonds souverains. Les sociétés ajoutent des applications et des services d'IA à leurs activités existantes. Il ne fait aucun doute que l'essor actuel prend forme dans un contexte très différent de celui de 1999.

Une autre façon de déterminer si nous nous trouvons dans une bulle est d'évaluer le comportement des investisseurs. Premièrement, les investisseurs ont-ils recours à un effet de levier excessif sur les marchés financiers ? Rien n'indique que c'est le cas, et les dettes liées à des comptes sur marge à la Bourse de New York ont fortement chuté dernièrement, atteignant leur niveau le plus bas en 18 ans. Deuxièmement, nous pouvons examiner des modèles techniques pour voir à quelle vitesse les cours des actions progressent, en présumant que plus la progression est forte, plus il est probable qu'une bulle soit en train de gonfler. À ce titre, la reprise actuelle est modeste par rapport à celle de 1999. Troisièmement, un marché coûteux peut aussi être le signe de l'existence d'une bulle. Le marché d'aujourd'hui est cher, puisque les actions se négocient à environ 20,5 fois les bénéfices des 12 prochains mois. Toutefois, il n'est pas aussi cher qu'en 1999, lorsque ce multiple était de 26. Comparativement aux obligations, les actions sont coûteuses, mais pas autant non plus qu'en 1999. En conclusion, les actions sont chères, mais il n'y a probablement pas de bulle à l'horizon. La reprise pourrait se poursuivre, surtout dans l'éventualité d'une diminution rapide de l'inflation et d'une réduction des taux d'intérêt par la Réserve fédérale dans un contexte de croissance économique soutenue.

Enfin, examinons les perspectives des bénéfices des sociétés. Même si l'évolution des valorisations peut faire fluctuer les cours des actions et les marchés à court terme, les bénéfices dicteront l'orientation à long terme. Les bénéfices par action des sociétés composant l'indice S&P 500 ont augmenté de 2 % en 2023 (6 % hors énergie), grâce à une croissance des revenus de 4,5 %. Au quatrième trimestre, la croissance

des bénéfices par action s'est accélérée pour s'établir à 6 % (11 % hors énergie), à la faveur d'un accroissement des revenus de 5,5 %. Les analystes prévoient une croissance des bénéfices par action de 8,5 % l'an prochain, ce qui est un résultat plausible compte tenu de ce que nous avons observé au cours des deux derniers trimestres et de ce qui se profile probablement à l'horizon. Les stocks ont grimpé à des niveaux plus conformes à ce qui s'est vu dans le passé, les coûts des intrants ont chuté de façon marquée et les coûts de la main-d'œuvre ont cessé de croître plus rapidement que les revenus. Signalons que plus de la moitié des sociétés du S&P 500 ont fait état d'une hausse des marges bénéficiaires et que la croissance des bénéfices a surpassé la croissance des revenus pour un deuxième trimestre d'affilée.

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 Platforms 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 82 % au cours de la dernière année et les actions se négocient à environ 28 fois les bénéfices prévisionnels. Par ailleurs, les 493 autres titres de l'indice S&P 500 ont gagné, en tant que groupe, 17 % et se négocient à environ 18 fois les bénéfices. Pour les cinq prochaines années, les analystes prévoient une forte croissance des revenus (13 %), des bénéfices (17 %) et des flux de trésorerie disponibles (22 %) des sept magnifiques. La barre est haute, mais au cours des 70 dernières années, un peu plus de 100 sociétés à grande capitalisation ont réussi à produire des résultats semblables à ceux que l'on attend des sept magnifiques. Nous privilégions l'affectation de capitaux supplémentaires à d'autres sociétés de l'indice S&P 500 que les sept magnifiques, compte tenu de la probabilité accrue d'un atterrissage en douceur de l'économie. Nous avons rééquilibré nos portefeuilles en augmentant la pondération des secteurs de la finance, de l'immobilier et de l'énergie.



Perspectives régionales – Canada



Sarah Neilson, CFA

Directrice générale et
première gestionnaire de portefeuille
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.



Irene Fernando, CFA

Directrice générale et
première gestionnaire de portefeuille
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

L'indice de référence des actions canadiennes, l'indice composé S&P/TSX, a enregistré un rendement global de 6,4 % au cours du trimestre ayant pris fin le 29 février 2024. Il a été devancé par les indices S&P 500 et MSCI Monde, qui ont progressé de 12,0 % et de 10,7 %, respectivement.

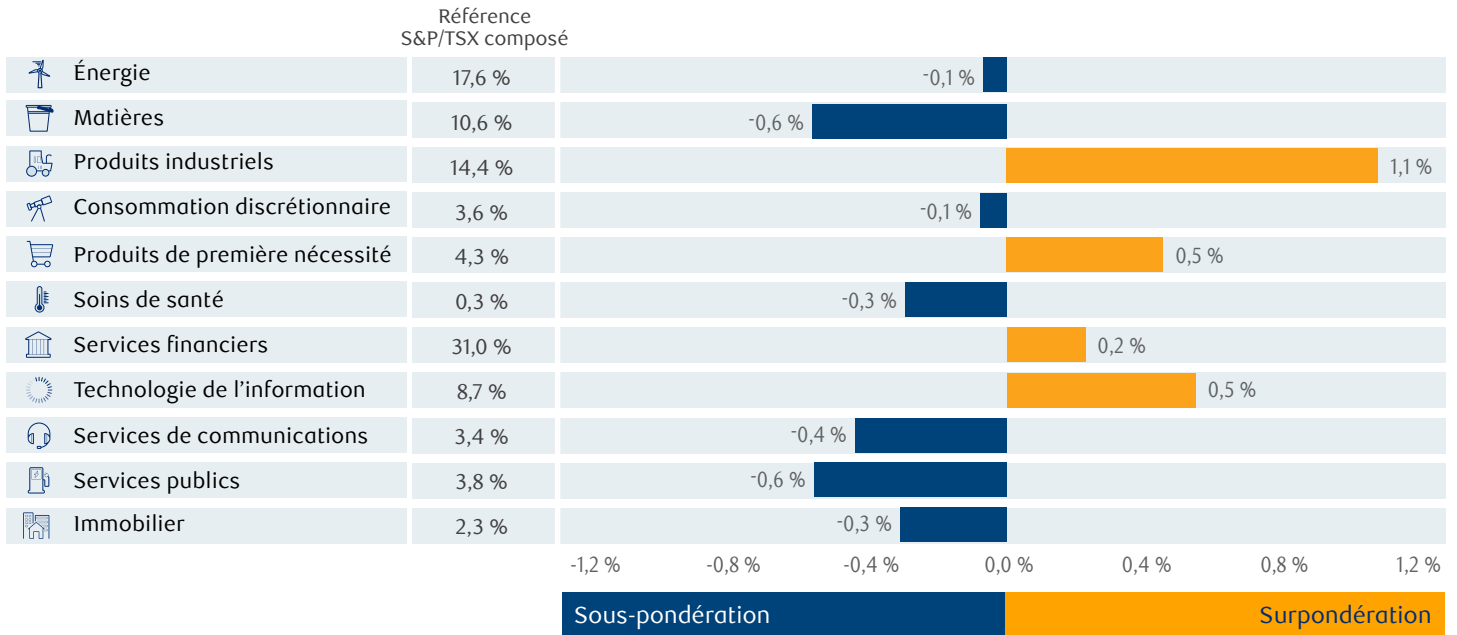
La performance du marché boursier a été soutenue par une diminution des taux d'intérêt à long terme, des statistiques économiques robustes et les attentes d'un regain de vigueur de la croissance des bénéfices des sociétés à mesure que la probabilité d'une récession profonde s'estompe. Le rendement du marché boursier canadien demeure inférieur à celui des indices boursiers de référence aux États-Unis, qui ont été soutenus par les sociétés technologiques exposées à l'intelligence artificielle et à son potentiel de gains en matière de croissance des bénéfices et de productivité. Pour l'ensemble de l'année 2023, l'indice S&P/TSX a dégagé un rendement de 11,8 %, mais il a tiré de l'arrière par rapport à la plupart de ses pairs à l'échelle mondiale. De nombreux marchés boursiers dans le monde ont récemment atteint des sommets historiques, mais l'indice S&P/TSX reste en deçà de 3,3 points de pourcentage de son sommet de mars 2022, lorsque les prix du baril de pétrole étaient plus proches de 120 \$ US que de leur niveau actuel de 78 \$ US.

Le calendrier des réductions des taux directeurs revêt une grande importance pour les investisseurs. Les banques centrales sont susceptibles de réduire les taux d'intérêt

à court terme qu'elles contrôlent lorsqu'elles estimeront que le durcissement monétaire a suffisamment ralenti l'économie pour contenir la hausse excessive des prix observée au cours des deux dernières années. L'inflation des prix à la consommation a fléchi à 3,2 % en janvier de cette année, alors qu'elle était de 3,4 % en décembre 2023, mais elle reste supérieure à la cible de 2 % de la Banque du Canada. Les coûts du logement, comme l'indique la hausse des versements hypothécaires et des loyers, demeurent le facteur qui contribue le plus à l'inflation au Canada, mais un ralentissement de la croissance des salaires sera aussi nécessaire avant que la banque centrale puisse être certaine que l'économie ralentit. Ce n'était pas le cas en janvier, lorsque le taux de chômage est resté stable à 5,7 % et que les salaires ont augmenté de 5 % par rapport à l'année précédente. Par conséquent, la Banque du Canada a laissé son taux directeur à 5 % plus tôt ce mois-ci.

Cela dit, l'économie canadienne est manifestement en perte de vitesse et de nombreux économistes s'attendent à une baisse encore plus marquée au second semestre de cette année. Les dépenses de consommation ont ralenti et la hausse des charges d'intérêts sur les prêts à l'habitation et personnels continue de gruger le revenu disponible. Les prévisions générales de croissance illustrent l'incidence du resserrement des conditions financières ; la croissance du PIB canadien devrait atteindre 0,6 % en 2024, puis s'accroître à 1,7 % l'an prochain. La Banque du Canada a révisé à la

Canada – Pondérations sectorielles recommandées



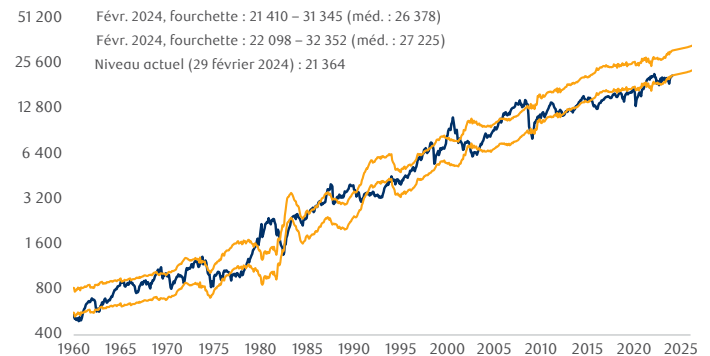
Nota : Au 29 février 2024. Source : RBC GMA

baisse sa prévision de croissance du PIB pour 2024 à 0,8 %, contre 0,9 % auparavant, soulignant le ralentissement des dépenses des ménages et des investissements des entreprises. Les marchés boursiers ont toutefois commencé à regarder au-delà de la faiblesse de l'économie et à prendre en compte l'amélioration des perspectives de croissance des bénéfices, compte tenu des attentes selon lesquelles la croissance économique ralentira suffisamment pour que les banques centrales amorcent l'assouplissement de leurs politiques monétaires plus tard cette année.

Au début de l'année, l'indice S&P/TSX a réalisé des gains grâce particulièrement au secteur des produits industriels, étant donné que la résilience de l'économie s'est traduite par l'amélioration des perspectives de croissance. Le secteur de la consommation de base a inscrit de solides résultats, grâce avant tout à Loblaw et à Alimentation Couche-Tard. Les secteurs des services publics et des services de communications, sensibles aux taux d'intérêt, ont tiré de l'arrière, puisque les taux d'intérêt à long terme ont récemment augmenté. Le secteur des matières est celui qui

Fourchette d'équilibre S&P/TSX composé

Valorisations et bénéfices normalisés



Source : RBC GMA

a le plus entravé le rendement au cours des trois derniers mois. Les prix de l'or ont toutefois été stables, car la hausse des coûts et les préoccupations relatives à l'exécution ont pesé sur les rendements des sociétés aurifères et les cours boursiers.

Les bénéfices pour l'ensemble des sociétés de l'indice S&P/TSX ont reculé de 8,8 % en 2023 par rapport à l'année précédente, en grande partie à cause de la chute des prix des produits de base. Les marchés boursiers tournés vers l'avenir ont progressé en prévision d'une accélération de la croissance des bénéfices en 2024 et en 2025. Les prévisions générales, qui tablent sur une croissance des bénéfices de 6 % en 2024 attribuable aux secteurs de la finance, de l'énergie et des matières, nous semblent plutôt optimistes. L'indice S&P/TSX se négocie à 14,3 fois les bénéfices prévisionnels, ce qui correspond à sa moyenne à long terme, mais ressort en deçà de la valorisation comparable de l'indice S&P 500 – il s'agit d'un des plus importants écarts jamais enregistrés étant donné l'incidence de la technologie sur l'indice de référence américain.

Les actions des banques canadiennes, qui continuent de refléter les préoccupations concernant l'incidence du ralentissement de l'économie, affichent un rendement inférieur de quatre points de pourcentage à celui de l'indice S&P/TSX depuis le début de l'année. Le contexte financier actuel reste marqué par la contraction de la demande des emprunteurs, la hausse des coûts de financement des prêts et la hausse des provisions pour prêts douteux. Ces pressions, combinées au renforcement des exigences de fonds propres, ont exercé des pressions sur les rendements des capitaux propres du groupe qui sont passés au-dessous de leurs cibles à moyen terme. À la fin de février, les dirigeants des banques ont déclaré qu'ils ne s'attendaient pas à ce que les perspectives de croissance s'améliorent sensiblement à court terme. Selon les prévisions générales, les bénéfices des banques reculeront de 1 % au cours de l'exercice se terminant en octobre 2024, puis augmenteront de 8 % l'année suivante. Actuellement, les six grandes banques se négocient dans leur ensemble à 10,5 fois les bénéfices prévisionnels, ce qui représente un escompte de cinq points de pourcentage par rapport à la moyenne historique. Les valorisations des banques se sont améliorées dernièrement, en raison principalement de la baisse des perspectives de bénéfices.

Les consommateurs canadiens ont réduit leurs dépenses discrétionnaires en raison des problèmes d'accessibilité. Les banques constatent une hausse des défaillances sur les prêts hypothécaires, mais cette situation n'a rien d'alarmant, étant donné que les niveaux sont proches de ceux d'avant la pandémie. Les prêts hypothécaires assortis de taux peu élevés et octroyés en 2020 et 2021 devront être renouvelés au cours des deux prochaines années. Selon nous, les propriétaires seront en mesure de composer avec la hausse de plus en plus marquée des versements hypothécaires sans que l'économie dans son ensemble n'en souffre trop.

Les banques se sont concentrées sur le respect d'exigences plus rigoureuses en matière de fonds propres, et nous sommes actuellement à l'aise avec leurs positions en capital. Par ailleurs, les banques font savoir qu'un assouplissement de la réglementation est à prévoir. Par exemple, trois banques ont récemment mis fin aux mesures incitatives de réinvestissement des dividendes qui leur ont permis de mieux gérer le capital, signalant leur confiance dans les niveaux actuels de fonds propres.

Bien que la majorité des analystes tablent sur un atterrissage en douceur de l'économie, nous demeurons prudents à l'égard du secteur à court terme et nous aimerions que les analystes commencent à adopter un point de vue plus positif à l'égard des bénéfices des banques avant de manifester un optimisme accru.

Les actions du secteur énergétique canadien ont peu varié au cours du trimestre, l'offre et la demande de pétrole brut ayant été généralement équilibrées. Le prix du baril de pétrole brut a lentement remonté de son creux de 70 \$ US du début de décembre à environ 78 \$ US en ce moment. Les producteurs d'énergie génèrent d'abondants flux de trésorerie disponibles lorsque les prix sont supérieurs à 75 \$ US le baril, ce qui favorise les rendements des actionnaires grâce aux versements de dividendes et aux rachats d'actions. La production de gaz naturel a augmenté en Amérique du Nord, alors que les températures clémentes ont causé une contraction de la demande, ce qui a fait chuter les prix de 20 % au début de l'année. Par conséquent, certains producteurs réduisent leur production et leurs activités d'exploration, ce qui devrait empêcher les prix de poursuivre leur glissade jusqu'à la fin de l'année, lorsque de grandes installations d'exportation de gaz naturel liquéfié seront mises en service.



Perspectives régionales – Europe



Elma de Kuiper

Gestionnaire de portefeuille
RBC Global Asset Management (UK) Limited

L'indice des marchés boursiers européens s'est bien comporté au cours de la période de trois mois terminée le 29 février 2024, se redressant par rapport au trimestre précédent, après que les banques centrales eurent laissé entendre que les taux d'intérêt avaient atteint leur sommet et qu'ils pourraient baisser cette année. Les thèmes qui ont retenu l'attention des investisseurs en 2023 sont les médicaments pour la perte de poids, les rachats d'actions, les titres de valeur, les banques et la technologie. Au Royaume-Uni, les banques ont inscrit un rendement supérieur pour une troisième année consécutive, tandis que les sociétés à moyenne capitalisation ont continué de tirer de l'arrière.

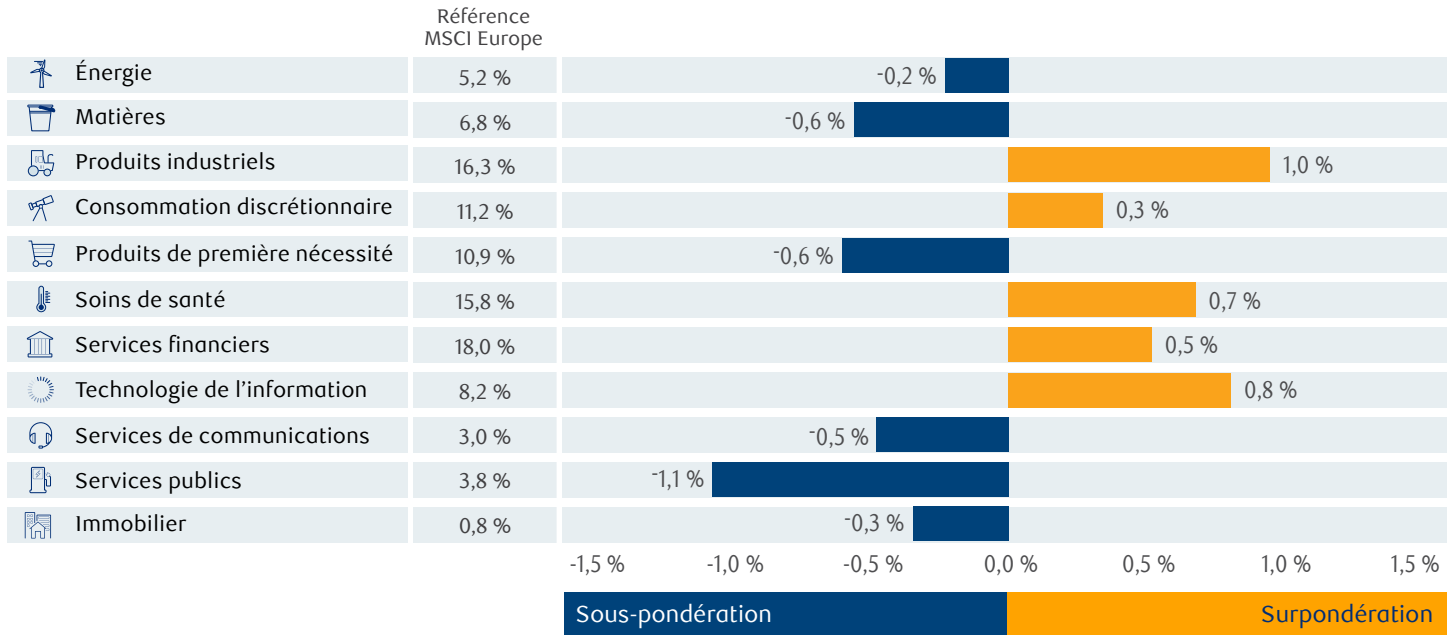
Les actions sensibles au rythme de la croissance économique ont fait belle figure lors de la remontée de fin d'année. La technologie a fortement rebondi, mais les articles de luxe ont été à la traîne. Les actions qui ont le moins bien fait en Europe sont celles les plus sensibles à l'évolution de la Chine, l'une des principales raisons de la faiblesse des sociétés d'articles de luxe. Depuis la fin de juin, les actions des sociétés d'articles de luxe ont enregistré un rendement inférieur d'environ 20 % à celui de l'indice MSCI Europe, et les valorisations, bien qu'élevées, commencent à devenir plus raisonnables. Nous notons que les actions des sociétés européennes dont la croissance est fiable et les bilans sont solides (actions de croissance et de qualité) surpassent les actions jugées sous-évaluées d'après les mesures traditionnelles du marché (actions de valeur).

Les signaux macroéconomiques en Europe sont faibles depuis quelques trimestres, mais les perspectives semblent commencer à s'éclaircir. Bien que la croissance économique ait effectivement ralenti en 2023, il n'y a pas eu de récession, en grande partie grâce à la résilience de la consommation. Les consommateurs n'ont pas réduit leurs dépenses autant que l'on pourrait s'y attendre dans un contexte de hausse des prix des biens et des taux d'intérêt.

Par ailleurs, les indices des directeurs d'achats de la zone euro ont cessé de régresser, et l'indice PMI du secteur manufacturier de l'UE s'est amélioré légèrement en janvier, sous l'influence d'une hausse des nouvelles commandes. Les résultats avaient été affaiblis au cours des 18 derniers mois par les perturbations post-pandémiques dans les chaînes logistiques, qui semblent maintenant se dissiper. Les données économiques de l'Europe sont inférieures aux attentes depuis mai 2023, mais la tendance s'améliore. Les attentes tablent sur une croissance relativement faible du PIB réel en 2024 (0,5 %), suivie d'une expansion plus robuste en 2025.

L'inflation a considérablement diminué, ce qui est une très bonne nouvelle pour les marchés financiers. L'IPC dans la zone euro s'établit à 2,9 % et se rapproche de la cible de la banque centrale, tandis que l'inflation excluant les aliments et l'énergie, bien qu'encore un peu élevée, à 3,4 %, a nettement diminué par rapport à l'année dernière. Le repli de l'inflation donne aux banques centrales européennes

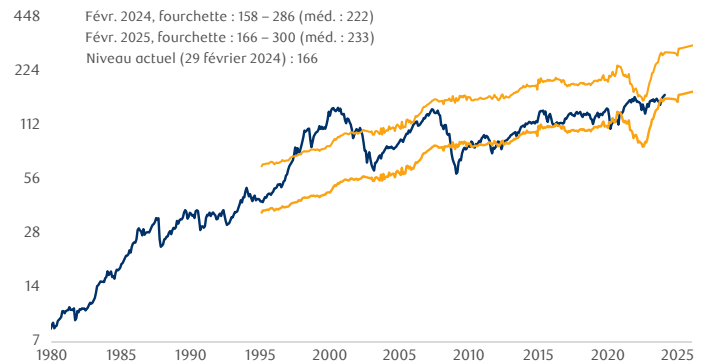
Europe – Pondérations sectorielles recommandées



Nota : Au 29 février 2024. Source : RBC GMA

« Un portefeuille équilibré est l'approche qui convient le mieux pour le prochain trimestre, alors que nous attendons de nouvelles données pour confirmer les signes précurseurs d'une tendance positive. »

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



Source : RBC GMA

une certaine marge de manœuvre pour réduire les taux directeurs, surtout si le chômage venait à augmenter ou si la croissance commençait à ralentir rapidement, ce qui n'est actuellement pas prévu.

La reprise des marchés boursiers européens à la fin de l'an dernier a montré que les investisseurs s'attendent à ce que la Banque centrale européenne amorce l'abaissement des taux directeurs au début de 2024. La trajectoire des taux est toutefois imprévisible, et il est possible que les investisseurs aient anticipé trop tôt des baisses de taux. Quoi qu'il en soit, étant donné que l'inflation est beaucoup plus faible qu'à pareille date l'an dernier, la marge de manœuvre pour assouplir la politique monétaire est désormais plus grande en cas de menace d'une récession profonde ou d'une stagflation.

Les estimations des bénéfices ont culminé en septembre 2022 et, depuis, les prévisions générales pour 2024 ont chuté de 9 % en euros. Selon les attentes générales actuelles, la croissance des bénéfices en Europe devrait atteindre 5,4 % en 2024, ce qui correspond à un atterrissage en douceur de l'économie. La grande question est de savoir si le déclin de 14 % des bénéfices dont ont fait état les sociétés européennes au troisième trimestre de 2023 – la pire baisse en trois ans – a marqué le creux. À moins de grandes surprises, il nous semble raisonnable de supposer que la situation devrait désormais s'améliorer dans une certaine mesure.

Nous avons souligné lors des trimestres précédents que les marges bénéficiaires sont élevées d'un point de vue historique. En Europe, elles dépassent de deux points de pourcentage complets leur niveau pré-pandémique (10,5 % contre 8,5 %). Les actions européennes affichent un ratio bénéfice/cours de 8 %, ce qui est bien au-dessus de la

moyenne à long terme et quatre fois supérieur au taux nominal de 2 % des obligations allemandes à dix ans. De plus, les investisseurs européens bénéficient d'un rendement combiné (dividendes et rachat sur le marché) de près de 6 %, ce qui est proche des sommets de la fin de 2022. Selon les ratios C/B prévisionnel, les valorisations boursières européennes sont inférieures de 33 % à celles des États-Unis, ce qui représente un escompte historique, alors que l'écart était de 20 % avant la pandémie.

Les valorisations relatives étant attrayantes en Europe depuis un certain temps, ce facteur ne suffit pas à lui seul à faire en sorte que nous préconisons une surpondération de la région. Toutefois, le contexte actuel des placements est sans doute très différent. Les prévisions de bénéfices sont raisonnables et les signaux macroéconomiques semblent, à défaut de s'améliorer, au moins ne pas s'aggraver. La possibilité d'une détérioration excessive de la rentabilité des entreprises et de la croissance économique semble limitée, et les bilans sont encore bien capitalisés. Dans ce contexte, même des améliorations relativement modestes des données macroéconomiques pourraient laisser entrevoir de solides gains pour les actions européennes.

Précisons toutefois qu'il y a des risques liés à l'inflation persistante et à la crise du coût de la vie, ainsi que des risques géopolitiques toujours présents. C'est pourquoi il n'est pas approprié d'adopter une position trop cyclique ou défensive. Un portefeuille équilibré est l'approche qui convient le mieux pour le prochain trimestre, alors que nous attendons de nouvelles données pour confirmer les signes précurseurs d'une tendance positive.



Perspectives régionales – Asie



Chris Lai

Gestionnaire de portefeuille
RBC Global Asset Management (Asia) Limited

Les actions asiatiques ont progressé au cours du trimestre clos le 29 février 2024, compte tenu de la robustesse de la conjoncture économique mondiale, étant donné que les États-Unis ont semblé avoir évité une récession et que l'inflation a continué de diminuer par rapport à des niveaux excessivement élevés. Parmi les marchés qui se sont bien comportés au cours des trois derniers mois, mentionnons le Japon, qui a bénéficié des augmentations de salaire et des réformes de la gouvernance d'entreprise, et l'Inde, après que les résultats des élections partielles eurent fait ressortir un large soutien à l'approche favorable aux entreprises du premier ministre Modi. Le marché boursier de Taïwan a été principalement stimulé par la performance de Taiwan Semiconductor, dont les ventes ont été galvanisées par les progrès en matière d'intelligence artificielle. Aux Philippines, l'économie a bénéficié de la reprise des investissements et des exportations.

Parmi les marchés boursiers qui ont tiré de l'arrière, mentionnons ceux de Hong Kong et de la Chine, où l'économie demeure atone dans un contexte de faible confiance des ménages et des entreprises. La Thaïlande, dont près de 20 % du PIB dépend du tourisme, a souffert du nombre d'arrivées plus faible que prévu de touristes. Les secteurs les plus performants en Asie ont été la technologie de l'information, l'énergie et les produits industriels, tandis que les services de communications et les matières ont été à la traîne de l'indice de référence.

Japon

La croissance du PIB du Japon devrait ralentir, passant de 2,0 % en 2023 à 0,9 % en 2024, mais elle demeure vigoureuse compte tenu de la performance anémique de l'économie au cours des dernières décennies. On s'attend à ce que la demande intérieure tienne le coup, tandis que la vigueur des exportations dépendra de l'état de l'économie mondiale et de la valeur du yen japonais, dont la faiblesse est favorable aux exportations. L'incidence des augmentations de salaire sur les dépenses de consommation personnelles et l'inflation sera déterminante pour l'expansion du Japon cette année. Selon nous, les augmentations de salaire devraient surpasser l'inflation au second semestre de 2024, entraînant une reprise de la consommation personnelle qui sera favorisée par les baisses d'impôt sur le revenu comprises dans le programme économique du gouvernement.

Puisque l'inflation frôle les 2 % après plus de deux décennies de pressions déflationnistes, les conditions économiques sont en place pour que la Banque du Japon relève les taux d'intérêt au-dessus de zéro au début de 2024, mettant fin à sa politique stricte de suppression des taux d'intérêt. Une telle mesure signifierait aux investisseurs que la déflation est chose du passé.

Reste de l'Asie

Une relance économique en Chine et à Hong Kong nécessitera une reprise dans les secteurs de la technologie, de la fabrication de pointe et de la construction d'infrastructures pour compenser le freinage causé par l'immobilier, dont la contribution au PIB de la Chine, selon une étude de Bloomberg, est passée de 24,2 % en 2018 à 19,4 % en 2023. Toute amélioration de la croissance économique dépendra d'une demande intérieure et étrangère soutenue et pourrait nécessiter un assouplissement monétaire accru et des mesures de relance budgétaire sous la forme de hausses des dépenses publiques.

Le gouvernement chinois a fixé une cible de croissance d'environ 5,0 % pour 2024, ce que nous considérons comme un objectif ambitieux. L'atteinte de cet objectif nécessitera probablement que la Banque populaire de Chine conserve une politique monétaire conciliante en abaissant les taux directeurs et les réserves obligatoires des banques, et que le gouvernement amortisse la baisse de l'investissement immobilier, ce qui impliquera de renforcer le logement abordable et le réaménagement urbain. Parmi les mesures récentes, mentionnons la réduction des taux hypothécaires et la levée des restrictions sur les achats de logements dans les villes qui ne figurent pas parmi les plus importantes du pays. Le gouvernement chinois a aussi tenté de stimuler la consommation au moyen de subventions fiscales qui encouragent les dépenses en matière de véhicules électriques, de rénovations domiciliaires et de déplacements au pays.

En Inde, nous prévoyons que la croissance du PIB ralentira, mais demeurera solide, passant de 7 % en 2023 à 6,2 % en 2024. L'Inde reste l'une des économies asiatiques affichant une croissance rapide, grâce aux dépenses d'infrastructure et à d'autres mesures de relance budgétaire, ainsi qu'à l'augmentation de la production manufacturière et de la construction. Une conjoncture macroéconomique

caractérisée par une croissance robuste et une inflation stable pourrait préparer le terrain pour que la Banque de réserve de l'Inde réduise graduellement les taux. Des élections générales devraient avoir lieu dans quelques mois, et les sondages d'opinion portent à croire que la coalition du président Modi remportera une majorité.

Le relèvement des taux d'intérêt a ralenti l'économie australienne plus que prévu, et nous avons donc abaissé notre prévision de croissance du PIB en 2024 à 1,1 %, contre 1,4 % auparavant. La croissance économique réelle devrait toucher son creux au milieu de 2024, et nous prévoyons une reprise de la consommation des ménages au second semestre de l'année, étant donné que la diminution de l'inflation permettra à la Reserve Bank of Australia de mettre fin au relèvement des taux d'intérêt et que les baisses d'impôt stimuleront le revenu disponible. Cela dit, l'inflation des services en Australie dépasse 4 % et est l'une des plus fortes parmi les pays occidentaux, compte tenu des coûts élevés de la main-d'œuvre et des contraintes en matière de fabrication. Nous prévoyons que l'inflation restera supérieure à la fourchette cible de 2 % à 3 % de la banque centrale en 2024, ce qui signifie que cette dernière sera probablement à la traîne de ses pairs en ce qui concerne l'abaissement des taux directeurs.

La croissance du PIB de la Corée du Sud devrait s'accélérer cette année, passant de 1,4 % en 2023 à 2,0 %, portée par la forte demande de semi-conducteurs. Toutefois, la vigueur de la fabrication et des exportations est contrebalancée par la faiblesse de la demande intérieure. Dans ce pays, nous prévoyons que l'inflation chutera à 2 % en 2024, après avoir atteint 4 % l'an dernier, ce qui permettra à la Banque de Corée d'amorcer l'abaissement des taux d'intérêt au cours de l'année.



Perspectives régionales – Marchés émergents



Veronique Erb

Gestionnaire de portefeuille
RBC Global Asset Management (UK) Limited

La dernière année a été une période historique pour les titres à revenu fixe des marchés émergents : pour la première fois, les taux d'intérêt établis par les banques centrales étaient comparables à ceux des marchés développés. La convergence est largement attribuable aux décisions des banques centrales des marchés émergents d'éviter une expansion budgétaire et monétaire énergique pendant la pandémie, ce qui a maintenu l'inflation à un niveau bas par rapport à celui des marchés développés.

Cette convergence des taux d'intérêt, signifiant que les taux des pays émergents diminuaient, pourrait laisser croire que les actions des marchés émergents auraient fait belle figure dans un contexte d'amélioration des perspectives de croissance économique. Ce ne fut pas le cas, car l'indice de référence des actions des marchés émergents a été freiné en 2023 par l'incidence disproportionnée de la Chine. Hors de la Chine, les actions des marchés émergents ont bien fait, le Brésil, Taïwan, la Corée du Sud, le Mexique et l'Inde affichant tous un rendement de plus de 20 %. Pour la première fois en deux décennies, les indices de référence des actions et des obligations des marchés émergents n'ont pas évolué en parallèle.

La question est de savoir si les actions des marchés émergents rattraperont les obligations cette année. Nous sommes d'avis que les banques centrales des pays émergents disposent d'une marge de manœuvre pour continuer d'assouplir leur politique cette année, et que la plupart

d'entre elles, hormis en Chine, seront enclines à abaisser les taux, ce qui devrait soutenir les actions.

La menace grandissante de déflation en Chine, la faible croissance du PIB et la morosité des prêts ont nui aux ventes de propriétés au pays, malgré de modestes mesures de stimulation de l'économie. Une question importante que nous nous posons est : qu'est-ce qui pourrait entraîner une intervention plus musclée face au ralentissement graduel observé jusqu'à maintenant ? Nous croyons qu'il deviendra de plus en plus évident pour les dirigeants chinois au cours des deux prochains mois que l'adoption de politiques plus vigoureuses est nécessaire.

D'autres risques en Chine sont liés à la situation démographique et à la dette. La population globale des pays émergents a régressé l'an dernier pour la première fois en 60 ans, et la population en âge de travailler est en baisse depuis le sommet atteint en 2012. Du côté de la dette, les prêts non rentables ont bondi et se chiffrent en billions de renminbis, alors que des sociétés d'État et des consommateurs peinent à rembourser leurs dettes.

Pendant ce temps, de nombreux investisseurs occidentaux choisissent de quitter la Chine. Les investissements directs étrangers sont en baisse pour la première fois depuis 1998, en raison d'une surcapacité dans la plupart des secteurs et de la guerre commerciale sino-américaine. Parallèlement, un nombre croissant d'entreprises chinoises s'installent à l'étranger ; les investissements étrangers directs de la Chine

ont crû de 35 % d'une année sur l'autre pour atteindre un sommet de sept ans de 53,4 milliards de dollars américains au troisième trimestre de 2023. Les investissements ont été principalement réalisés par des entreprises chinoises dans les dix pays qui composent l'Association des nations de l'Asie du Sud-Est, ainsi qu'en Inde et au Bangladesh.

Dans ce contexte, l'excédent commercial de la Chine a monté en flèche, alimenté essentiellement par la croissance des exportations chinoises vers d'autres marchés émergents. En avril 2023, l'excédent commercial annualisé du pays a atteint 910 milliards de dollars américains, contre 361 milliards de dollars américains en mars 2020. Dans le même temps, le renminbi est devenu la quatrième monnaie la plus utilisée dans les paiements mondiaux après le dollar américain, l'euro et la livre sterling, et représentait 4,6 % de l'ensemble des transactions internationales en novembre dernier.

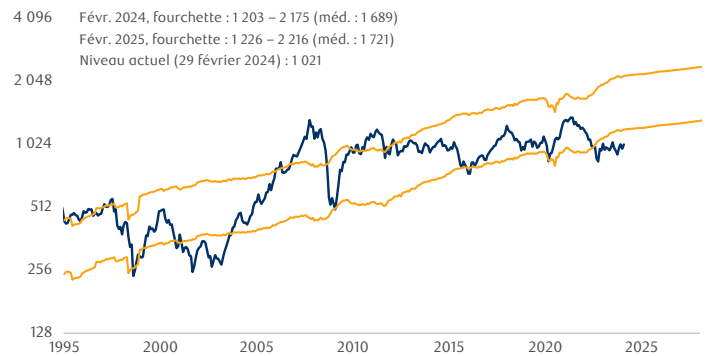
La Chine fait des progrès dans ses efforts pour attirer plus de pays dans sa sphère d'influence économique. L'Arabie saoudite, le plus important exportateur mondial de pétrole, et les Émirats arabes unis, où se trouve Dubaï, ont rejoint le bloc des pays émergents qui comprend la Chine, l'Inde, la Russie, le Brésil et l'Afrique du Sud (BRICS), et le bloc a exprimé son désir de créer un système de règlement des paiements entre les pays membres.

Malgré cela, la détérioration de l'économie chinoise a nui à son importance dans l'indice boursier de référence des marchés émergents et soulève des questions sur la capacité de la Chine à conserver sa position dominante. Le poids de la Chine dans l'indice MSCI Emerging Markets est passé de 44 % en octobre 2020 à 26 % aujourd'hui. Par ailleurs, la pondération de l'Inde est maintenant de 18 %, en hausse par rapport à 9 %, celle de l'Amérique latine est de 9 %, et l'Arabie saoudite, le Qatar, les Émirats arabes unis et le Koweït représentent collectivement 7 %.

L'Inde devrait devenir la troisième économie mondiale d'ici 2026 et le troisième plus grand marché boursier d'ici 2030. Le gouvernement du premier ministre indien Narendra Modi a établi un plan d'action pour faire croître la taille de l'économie à 5 billions de dollars américains d'ici 2026, ce qui permettrait à l'Inde de se classer devant le Japon et l'Allemagne et derrière les États-Unis et la Chine. Les marchés des capitaux de l'Inde progressent également, stimulés par une série de PAPE et un flux constant de sociétés fermées qui finiront par être prêtes à s'inscrire en bourse.

MSCI Marchés émergents : niveau d'équilibre

Valorisations et bénéfices normalisés



Source : RBC GMA

Une évolution significative observée en Inde au cours de la dernière décennie a été l'explosion du nombre de personnes disposant de ressources financières suffisantes pour ouvrir des comptes bancaires et investir. Depuis 2018, les actifs sous gestion des fonds communs de placement ont quintuplé – ce qui est plus du double de la croissance des dépôts bancaires – et le nombre de titulaires de parts de fonds communs de placement a grimpé à 140 millions. Les régimes d'investissement systématique ont contribué grandement à la croissance de l'épargne des ménages, en particulier des épargnants fortunés.

Les pays autres que la Chine revêtent une importance de plus en plus manifeste au sein de l'économie mondiale et de l'indice de référence des actions des marchés émergents. Le Vietnam et d'autres pays latins viendront renforcer les gains récents des producteurs de pétrole du Moyen-Orient et des exportateurs de l'Asie du Sud-Est. L'Arabie saoudite, par exemple, devrait voir sa pondération dans l'indice de référence des marchés émergents doubler pour s'établir à 9 % d'ici 2027, alors que les limites de propriété étrangère seront abolies et que le nombre de PAPE augmentera.

Nous estimons donc qu'il existe suffisamment de facteurs favorables aux actions des marchés émergents pour qu'elles maintiennent leur rendement, alors que l'influence de la Chine sur l'indice s'estompe.

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 599,3 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 29 février 2024



Soo Boo Cheah, MBA, CFA

Directeur général et

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

Directrice générale et première

gestionnaire de portefeuille,

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

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



Stuart Kedwell, CFA

Directeur général 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

Directeur général et 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

Directeur général 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

Directeur général et chef,
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

Directeur général et
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

Directrice générale 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^{me} 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^{me} 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

Directeur général 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

Directeur général 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

Directeur général 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

Directeur général et chef,
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

Directeur général 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

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

> Brad Willock, CFA

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

> Mayur Nallamala

Directeur général et chef, Actions asiatiques,
RBC Global Asset Management (Asia) Limited

> Martin Paleczny, CFA

Directeur général et premier gestionnaire de portefeuille, Répartition de l'actif et produits dérivés
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

> David Lambert

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

Comité consultatif, titres mondiaux à revenu fixe et devises

> Dagmara Fijalkowski, MBA, CFA

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

> Soo Boo Cheah, MBA, CFA

Directeur général et 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

Directeur général et économiste en chef
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

Déclaration

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

RBC Gestion mondiale d'actifs

® / ^{MC} Marque(s) de commerce de Banque Royale du Canada, utilisée(s) sous licence.
© RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. 2024

Date de publication : 15 mars 2024

100538 (3/2024)

GLOBAL INVESTMENT OUTLOOK_SPRING 2024_F 04/02/2024

