

# Perspectives MONDIALES

# Panorama de mi-année 2024



## Dilemme de la dette américaine : ni solutions rapides ni catastrophes

La dette du gouvernement fédéral a doublé depuis 2015 et ne montre aucun signe de redressement.

Atul Bhatia, CFA | Page 4

Voir les déclarations importantes et obligatoires sur les analystes qui ne sont pas américains à la [page 31](#).

Produit le 26 juin 2024 à 16 h 10 (HE); diffusé le 26 juin 2024 à 17 h (HE)

Les produits de placement et d'assurance offerts par l'intermédiaire de RBC Gestion de patrimoine ne sont pas assurés par la FDIC ou un autre organisme du gouvernement fédéral; ils ne constituent ni un dépôt ni une obligation incombant à une banque ou à l'une ou l'autre de ses filiales, et ils ne sont pas garantis par une banque ou par l'une ou l'autre de ses filiales. Ils comportent des risques d'investissement, y compris la possibilité de perdre le capital investi.

---

# Perspectives

## MONDIALES

Panorama de mi-année 2024

## Table des matières

### 4 Perspectives de milieu d'année | Dilemme de la dette américaine : ni solutions rapides ni catastrophes

Les commentateurs confondent souvent la dette du gouvernement fédéral avec celle du pays – une erreur cruciale, selon nous. Nous nous penchons ce que devrait être la réflexion des investisseurs sur la politique budgétaire et la dette, et nous expliquons pourquoi ni des catastrophes ni des solutions rapides ne sont probables.

### 11 Actions mondiales | Les arbres ne poussent pas éternellement

Nous ne pensons pas que l'ascension des marchés est terminée. Mais il conviendra de revoir l'appétit pour le risque et d'avoir un plan pour devenir plus défensif lorsque les conditions l'exigeront au cours des prochains mois. Comme les actions ne sont plus très bon marché et que les investisseurs sont de plus en plus complaisants, nous privilégions une approche prudente et vigilante.

### 18 Titres à revenu fixe mondiaux | La seule certitude est l'incertitude

Le cycle d'assouplissement des politiques monétaires mondiales a finalement commencé. Mais on ignore toujours son ampleur et sur combien de temps il s'étirera. Indépendamment du moment ou de l'ampleur des réductions de taux, il nous semble clair que les taux obligataires ont franchi le faite et qu'ils amorceront maintenant probablement leur descente. Nous expliquons ce que devrait être la prochaine étape, selon nous, pour les investisseurs à l'aube du deuxième semestre.

### 27 Feuille de pointage sur la récession aux États-Unis | Une période d'assombrissement

Notre feuille de pointage sur la récession aux États-Unis a permis de constater un changement négatif important en mai, lorsqu'un troisième indicateur avancé est passé au rouge (récession). Un quatrième pourrait subir un changement similaire dans les tout prochains mois. Les investisseurs boursiers devraient savoir que les risques de récession aux États-Unis dans les mois à venir sont en hausse.

---

## Sur les marchés

- 3 Points de vue de RBC sur les placements
- 14 Perspectives sur les actions régionales
- 21 Perspectives sur les titres à revenu fixe régionaux
- 25 Marchandises
- 26 Devises

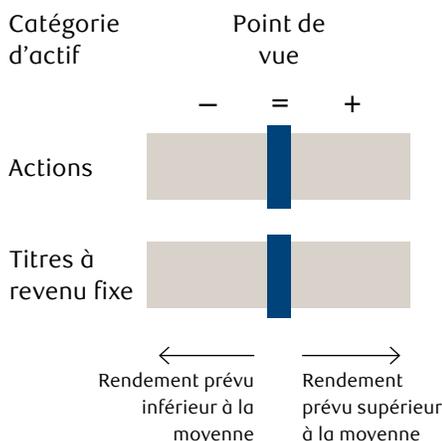
Toutes les valeurs sont en dollars américains et établies au 21 juin 2024, à la clôture du marché, sauf indication contraire.



Gestion  
de patrimoine

## POINTS DE VUE DE RBC SUR LES placements

### Points de vue sur les catégories d'actif mondiales



Les symboles « + », « = » et « - » représentent le point de vue du Comité des Services-conseils en gestion mondiale de portefeuille sur un horizon de placement de 12 mois.

La **surpondération (+)** témoigne du potentiel de rendement supérieur à la moyenne d'une catégorie d'actif ou d'une région par rapport aux autres catégories d'actif ou régions.

La **pondération égale à celle du marché (=)** témoigne du potentiel de rendement conforme à la moyenne d'une catégorie d'actif ou d'une région par rapport aux autres catégories d'actif ou régions.

La **sous-pondération (-)** témoigne du potentiel de rendement inférieur à la moyenne d'une catégorie d'actif ou d'une région par rapport aux autres catégories d'actif ou régions.

Source : RBC Gestion de patrimoine

### Actions

- La forte remontée de l'indice S&P 500 s'est poursuivie avec un nombre restreint de meneurs et une volatilité inhabituellement faible. Seulement huit titres sont responsables d'environ 70 % du rendement depuis le début de l'année, dont sept tirent parti de l'intelligence artificielle (IA). Les marchés canadien et européen n'ont pas été marqués par un tel déséquilibre, mais les rendements ont été nettement inférieurs à ceux de l'indice S&P 500, en raison surtout de l'exposition moindre aux actions technologiques. Les périodes où un seul thème de placement domine les marchés boursiers à l'échelle mondiale – comme c'est le cas de l'IA depuis le début de 2023 – peuvent durer beaucoup plus longtemps que ce que l'on pourrait juger raisonnable, mais elles peuvent aussi changer de forme ou prendre fin de façon tout à fait inattendue. Le vieil adage « ne mettez pas tous vos œufs dans le même panier » vient à l'esprit.
- Selon nous, la volatilité pourrait augmenter dans la seconde moitié de l'année. La période de publication des résultats du deuxième trimestre, qui commencera à la mi-juillet, sera particulièrement importante. De plus, la volatilité augmente habituellement à un moment donné pendant les années d'élections présidentielles américaines.
- Nous maintenons une pondération égale à celle du marché pour les actions mondiales et privilégions les sociétés de grande qualité dans un groupe diversifié de secteurs.

### Titres à revenu fixe

- Les taux de rendement des obligations mondiales demeurent volatils à l'approche du milieu de 2024, mais le rendement moyen de l'indice Bloomberg Global Aggregate Bond s'est stabilisé autour de 4,0 % au cours des derniers mois, bien qu'il demeure inférieur au sommet de 4,4 % atteint en 2023. Les pressions inflationnistes à l'échelle mondiale continuent de s'atténuer, après une brève remontée au début de l'année. La Banque du Canada et la Banque centrale européenne ont opéré des baisses de taux en juin 2024, et RBC Marchés des Capitaux s'attend à ce que la Réserve fédérale américaine emboîte le pas plus tard cette année. Même si, au moment d'écrire ces lignes, les taux de rendement ont chuté considérablement par rapport aux sommets atteints à la fin de 2023, ils demeurent bien au-dessus des moyennes des 20 dernières années et continuent de présenter des points d'entrée relativement intéressants, selon nous. Toutefois, nous continuons de faire preuve de prudence et de patience à court terme, car les taux pourraient remonter jusqu'à ce que le moment et l'ampleur des mesures d'assouplissement monétaire par les banques centrales deviennent plus clairs.
- Nous maintenons une pondération égale à celle du marché pour les titres à revenu fixe américains, dont les taux de rendement dépassent toujours les moyennes sur plusieurs décennies. Les risques économiques se sont atténués aux États-Unis et à l'échelle mondiale. Même si les risques économiques ne sont pas négligeables, nous estimons que les obligations de sociétés à rendement élevé recèlent de la valeur avec leur taux de rendement de près de 8 %. Plus tôt en juin 2024, nous avons relevé ce secteur à un niveau neutre en réduisant la pondération des obligations du Trésor.

## Perspectives DE MILIEU D'ANNÉE



**Atul Bhatia, CFA**  
Minneapolis, États-Unis  
atul.bhatia@rbc.com

# Dilemme de la dette américaine : ni solutions rapides ni catastrophes

Les commentateurs confondent souvent la dette du gouvernement fédéral avec celle du pays – une erreur cruciale, selon nous. Nous nous penchons ce que devrait être la réflexion des investisseurs sur la politique budgétaire et la dette, et nous expliquons pourquoi ni des catastrophes ni des solutions rapides ne sont probables.

### Points clés

- **La dette du gouvernement américain a augmenté rapidement depuis la crise financière mondiale, mais les mesures générales d'emprunt dans l'ensemble de l'économie sont demeurées relativement stables et comparables à celles des autres économies développées.**
- **La politique budgétaire des États-Unis est probablement déjà non viable puisque les programmes politiquement sensibles coûtent plus cher que ce que génèrent les impôts actuels.**
- **L'inflation élevée – et non le défaut de paiement ou la contrainte étrangère – est le facteur susceptible d'inciter les États-Unis à mettre de l'ordre dans leurs finances.**

La dette des États-Unis a toujours été un sujet clivant. On ne s'entend pas sur les causes et les solutions ni sur le niveau que la dette fédérale doit atteindre avant de devenir problématique.

À notre avis, les arguments des deux camps présentent des failles. Ceux qui affirment que la dette finira par provoquer une catastrophe sont contredits par le fait que la situation dure depuis 40 ans, que la dette du Japon est presque deux fois plus élevée et qu'il n'y a jamais eu de défaillance de la part d'un État lorsque les emprunts étaient exclusivement libellés dans la monnaie fiduciaire du pays et accordés en vertu de ses lois.

Il est tout aussi difficile d'étayer le raisonnement de ceux qui, au contraire, affirment que le montant de la dette n'a pas d'importance. Leur raisonnement est d'une absurdité évidente, car d'une manière ou d'une autre, l'argent emprunté pour financer les dépenses actuelles compte. Effectivement, rien n'est gratuit et ce précepte pourrait fort bien constituer la première leçon d'économie.

Notre opinion se situe entre ces deux extrêmes. Selon nous, la dette fédérale est, en soi, un problème que les États-Unis sont capables de gérer et le pays est loin de poser un risque de défaillance. En revanche, nous pensons que les conditions qui ont donné lieu à la dette – et qui prévalent encore – sont problématiques et qu'elles engendreront des coûts pour l'économie.

### **Vous avez des dettes? En quelque sorte**

Avant d'aborder la politique budgétaire, qui constitue le véritable enjeu selon nous, il est bon de se pencher sur la dette fédérale, étant donné que le sujet est sur toutes les lèvres. Et il obtient toute cette attention pour une bonne raison : le montant dû par le gouvernement fédéral est absolument astronomique. Même sans compter la dette envers divers fonds fiduciaires du gouvernement, le Trésor a emprunté près de 28 000 milliards de dollars, soit l'équivalent d'un peu moins de 100 % du produit intérieur brut (PIB). Si l'on tient compte de

## DILEMME DE LA DETTE AMÉRICAINE

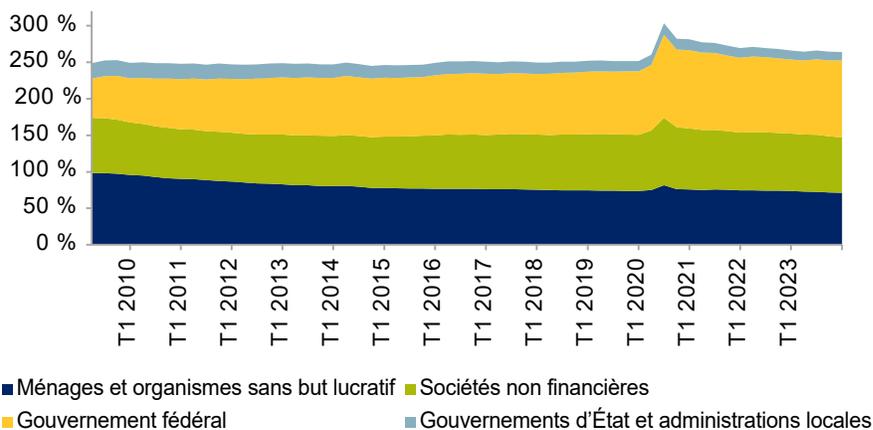
la sécurité sociale et d'obligations semblables, le total est facilement supérieur à 33 000 milliards de dollars. De telles données semblent confirmer que les États-Unis ont perdu le contrôle de leur dette.

Mais l'attention particulièrement soutenue portée aux emprunts du gouvernement fédéral nous semble étrange. Après tout, le gouvernement ne génère qu'une faible part de l'activité économique, l'essentiel étant attribuable aux entreprises et aux ménages. Si nous prenons ces secteurs en considération, la dette globale des États-Unis, incluant celle du gouvernement, donne une tout autre image.

Premièrement, il n'y a pas eu de hausse appréciable des emprunts à l'échelle nationale récemment. Mis à part la hausse soudaine qui s'est produite durant la pandémie de la COVID-19, le ratio de la dette globale au PIB est resté remarquablement stable au cours des 15 dernières années. La composition des emprunts américains a certes changé, mais depuis plus de dix ans, le montant de la dette croît à peu près au même rythme que l'ensemble de l'économie.

### Loin d'exploser, la dette américaine est stable depuis 15 ans

Dettes non financières totales en pourcentage du PIB américain



Source : Réserve fédérale américaine; données trimestrielles jusqu'en 2023

En outre, le fardeau de la dette des États-Unis n'a rien de particulièrement inquiétant lorsqu'on le compare à celui d'autres grands pays développés. L'endettement combiné des sociétés, des ménages et des entités gouvernementales des États-Unis s'établissait à environ 260 % fin 2022, la dernière année pour laquelle les statistiques du Fonds monétaire international sont disponibles. Les États-Unis se classent ainsi au niveau d'endettement médian des grandes économies développées.

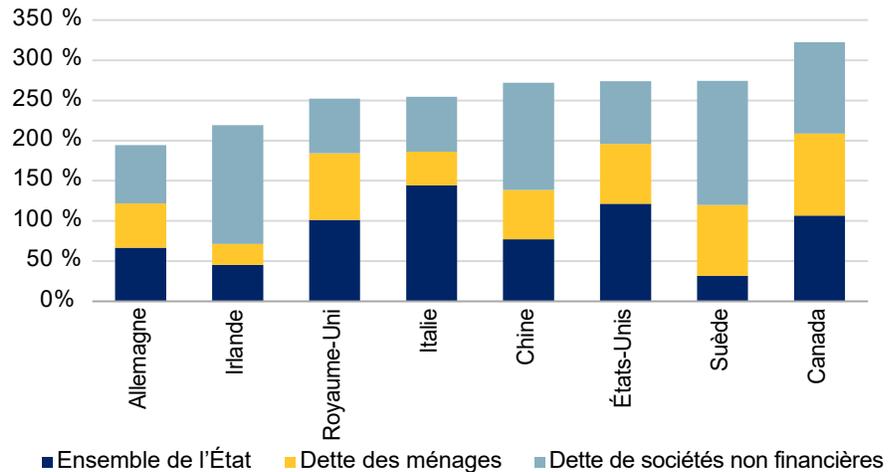
Autrement dit, si les États-Unis affectaient la totalité de leur production annuelle au remboursement de la dette, il leur faudrait environ 2,6 ans pour solder tous les emprunts des ménages, des entreprises et des entités gouvernementales. C'est sensiblement la même durée qu'au Royaume-Uni et en Suède et nettement moins qu'au Canada, où il y a trois dollars d'emprunts en cours par dollar de capacité de production.

En fait, ce qui distingue la dette des États-Unis est moins le montant que sa composition. La part des emprunts garantis par des actifs nationaux est plus importante que dans la plupart des autres pays, les emprunts des particuliers et des entreprises occupant une place secondaire.

## DILEMME DE LA DETTE AMÉRICAINE

### Une mesure plus générale de l'endettement montre que le portrait des États-Unis est assez typique

Dettes en pourcentage du PIB national de 2022



Source : Fonds monétaire international; comprend les obligations, les prêts et les titres de créance

Or, ce profil nous semble plutôt positif.

Tout d'abord, ce sont les emprunts les moins chers. En tant que pays, les États-Unis consacrent moins de ressources aux coûts de financement que le feraient les ménages ou les entreprises. De plus, le gouvernement fédéral n'est pas forcé de se serrer la ceinture lorsque les taux d'intérêt augmentent, du moins pas encore. La situation est donc différente de celle des ménages canadiens, par exemple, qui subissent les effets de la hausse des coûts hypothécaires, ce qui a des répercussions négatives sur l'ensemble de l'économie.

Le profil de la dette des États-Unis s'avère donc raisonnable compte tenu de la taille de l'économie et la structure des emprunts est relativement avantageuse, à notre avis. Loin d'être un boulet, la dette fédérale peut constituer un avantage comparativement à la dette des ménages et des entreprises.

### L'art de dépenser sans compter

Même si nous croyons que le gouvernement fédéral est l'entité la mieux placée pour assumer un lourd endettement, c'est peut-être aussi la pire entité pour décider s'il faut emprunter davantage. En général, les ménages et les entreprises se dotent d'un plan pour rembourser tout nouvel emprunt, ne serait-ce que parce que les prêteurs l'exigent. En revanche, personne ne demande au gouvernement fédéral d'adopter un plan de remboursement à long terme, pas même les acheteurs d'obligations et les électeurs.

Il est important de préciser que la dette n'a pas de couleur politique.

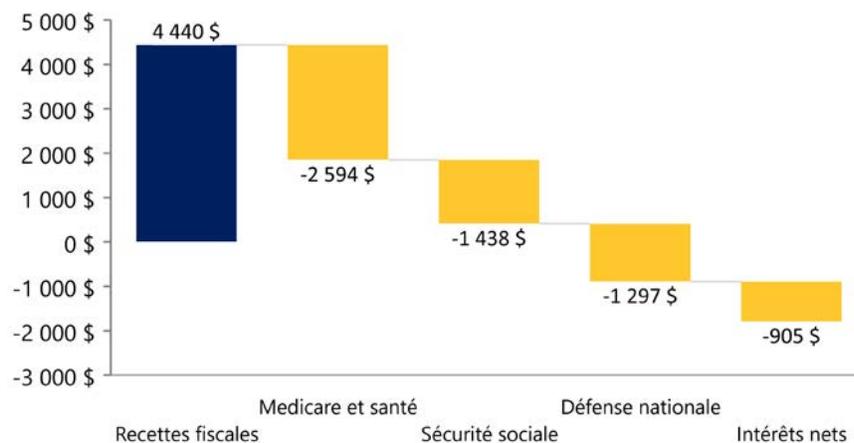
Les politiciens de toutes allégeances font de beaux discours sur les restrictions budgétaires, mais une fois au pouvoir, les deux partis maintiennent les impôts bien en deçà du niveau des dépenses.

Cette attitude s'explique en partie par des calculs électoraux. Depuis au moins les années 1980, quelques postes budgétaires sont des sujets si sensibles que les aborder revient à un suicide politique. Les trois principaux sont la sécurité sociale, Medicare/Medicaid et, dans une moindre mesure, la défense. Ensemble, ces trois volets incontournables excèdent les recettes fiscales du gouvernement fédéral. À ces dépenses annuelles obligatoires s'ajoute le montant de plus en plus élevé des charges d'intérêts.

## DILEMME DE LA DETTE AMÉRICAINE

Lorsque des dépenses qui ne peuvent être éliminées s'associent à des impôts irrécouvrables, le budget ne peut pas s'additionner

Revenus et dépenses aux États-Unis en 2023 par catégorie budgétaire (en G\$)



Sources : Trésor américain, RBC Gestion de patrimoine; données pour l'exercice 2023

Par conséquent, nous croyons que la dette continuera fort probablement d'augmenter dans un avenir prévisible. Il nous paraît irréaliste de s'attendre à ce que les politiciens augmentent sensiblement les impôts ou réduisent les programmes populaires sans y être poussés par un facteur extérieur.

En théorie, cette incitation pourrait venir de l'électorat. Les sondages montrent que la dette fédérale inquiète beaucoup les électeurs. Toutefois, lorsqu'on leur demande s'ils seraient prêts à accepter une hausse de l'impôt sur le revenu des particuliers ou une réduction des prestations, les électeurs font volte-face. On ne soutient la réduction de la dette que si quelqu'un d'autre paie la facture. La politique est l'art de faire ce qui est possible. Or, il nous paraît impossible d'atteindre l'équilibre budgétaire sans faire de sacrifice.

### Un enjeu dicté par les intérêts particuliers

Un autre argument veut que les prêteurs provoquent une réduction des dépenses en cessant leurs achats d'obligations du Trésor. Voilà qui est extrêmement improbable à notre avis.

Nous croyons plutôt que les intérêts personnels dicteront l'évolution de la situation. Les États-Unis sont le plus grand consommateur au monde; les producteurs étrangers et américains ont besoin des Américains pour acheter leurs biens. Même les entreprises qui ne traitent pas directement avec le pays ressentiraient sans doute les effets d'une contraction de l'économie américaine.

Or, la consommation aux États-Unis atteint son niveau actuel uniquement grâce au crédit. Il est donc dans l'intérêt des producteurs de réaffecter au moins une partie de leurs bénéfices à de nouveaux prêts.

La dynamique apparaît plus clairement lorsqu'on regarde à l'étranger. Les pays étrangers achètent souvent des dollars américains en vue d'obtenir un avantage sur le plan du change pour leurs exportations. Ils sont alors obligés d'investir ces dollars dans des actifs à faible risque comme les obligations du Trésor. Ces achats d'obligations donnent au gouvernement américain les ressources nécessaires pour continuer à dépenser au-delà de ses moyens.

L'histoire du secteur automobile aide également à comprendre la dynamique des prêts et des ventes. Ce n'est pas parce qu'ils étaient attirés par le secteur des prêts à la consommation que les constructeurs automobiles se sont tournés vers le financement, mais plutôt parce qu'ils ont compris ceci : sans accès au crédit, la demande de voitures plongerait et ils finiraient par en souffrir.

---

## DILEMME DE LA DETTE AMÉRICAINE

### Une issue sans coup d'éclat, mais difficile

À notre avis, il faut s'attendre à ce que le déficit budgétaire dure et, même à ce qu'il se creuse, la dette fédérale augmentant de concert pour l'avenir prévisible.

Le processus prendra inévitablement fin, et nous croyons que l'effet inflationniste des déficits budgétaires sera le catalyseur de changement le plus probable. Autrement dit, lorsque les dépenses publiques dépassent les recettes fiscales, la demande à court terme s'accroît, ce qui est susceptible d'avoir un effet inflationniste.

Au cours des dernières décennies, les conséquences possibles des emprunts gouvernementaux sur les prix ont été, selon nous, largement compensées par d'autres facteurs : l'augmentation de l'offre à faible coût de la Chine, les répercussions déflationnistes de la crise financière mondiale et le désendettement des ménages. Nous estimons que les effets de ces différents facteurs sont épuisés, de sorte que l'inflation liée au financement par déficit pourrait s'intensifier.

Il s'agit d'une bonne nouvelle pour la rationalité budgétaire, d'après nous. L'une des principales leçons à retenir des deux dernières années est, à notre avis, que la plupart des secteurs de la société américaine ne tolèrent pas l'inflation. Même si nous pensons qu'il est utopique de croire que les électeurs décideront soudainement de se serrer la ceinture pour le bien de leurs petits-enfants, le lien entre la hausse des prix et la colère des consommateurs nous paraît évident.

Peu importe ce qui déclenchera le retour à l'équilibre budgétaire, nous croyons que la transition sera pénible, mais gérable. Le catalyseur sera sûrement une réduction des dépenses et des prestations gouvernementales combinée à une hausse des impôts et à l'inflation qu'on laissera monter pour absorber une partie du coût réel du remboursement. Ces ajustements risquent fort de freiner la croissance mondiale, ce qui nuira à tous les secteurs de la société, y compris les travailleurs, les contribuables et les investisseurs.

En termes simples, nous disons que ni les ménages ni les entreprises ne sont actuellement aussi nantis qu'ils le croient. À un moment donné, une partie du patrimoine privé actuel devra être utilisée pour rembourser la dette publique. Ce processus entravera la prospérité, qui croît chaque année, mais il fait partie des cycles normaux de changement dans une économie dynamique. Après tout, les emprunts gouvernementaux contractés aujourd'hui contribuent à la création de richesse privée grâce à la croissance économique et aux gains de placement.

### Raisons d'être optimiste

Selon un proverbe danois, « les prévisions sont difficiles, surtout en ce qui concerne l'avenir. » Plus l'horizon est lointain, plus le risque d'erreur est important. Ceux qui s'alarment des prévisions d'endettement à long terme ne tiennent pas compte de cette réalité et des scénarios qui ne se sont pas réalisés.

Prenons l'exemple des années 2010. À cette époque, le thème dominant des discussions sur le budget était la flambée des coûts du système de santé et les pressions incontrôlables que le financement du régime public finirait par exercer sur le Trésor américain. Puis, les coûts du régime Medicare par prestataire sont restés stables pendant les dix années suivantes. Les causes profondes de cette amélioration font toujours débat, mais les retombées financières sont de l'ordre de 4 000 milliards de dollars depuis 2011, selon une analyse publiée dans *Health Affairs*.

---

## DILEMME DE LA DETTE AMÉRICAINE

L'intelligence artificielle (IA) et la technologie en général sont des facteurs positifs potentiels évidents pour le budget fédéral, à notre avis. Leur incidence est double : la croissance de la prospérité entraîne des cotisations fiscales plus élevées et l'efficacité opérationnelle attribuable aux technologies se traduit par une baisse des coûts. Tout comme Internet a contribué à transformer la prestation des services publics, il nous semble insensé d'écarter la possibilité que l'IA contribue à assainir le budget.

La réalité est tout simplement qu'un résultat incertain ne sera pas forcément négatif.

### **Des résultats extrêmes extrêmement improbables**

Notre opinion selon laquelle l'endettement élevé pourrait freiner la croissance future est courante dans les manuels économiques, mais elle l'est moins dans la presse populaire, qui préfère les scénarios de faillite du Trésor ou la théorie voulant que la Chine utilise ses placements en obligations pour influencer la politique américaine.

À notre avis, ces risques sont largement exagérés et font fi de trois faits importants.

Premièrement, le gouvernement fédéral n'est pas un emprunteur typique. Ses emprunts sont libellés dans sa propre monnaie et accordés en vertu de sa propre loi, ce qui lui donne des outils de gestion comme imposer les paiements d'intérêts ou obliger la Fed à acheter des obligations en faisant marcher la planche à billets. Ces outils ont un coût, comme l'inflation ou la difficulté à vendre des obligations à l'avenir, mais ils sont hors de portée des autres emprunteurs.

Deuxièmement, un défaut de paiement des États-Unis déclencherait une catastrophe économique mondiale. En 2006, les prêts hypothécaires à haut risque représentaient 600 milliards de dollars et ils ont provoqué une récession mondiale dont l'économie a mis des années à se relever; l'encours des obligations du Trésor est près de 50 fois plus élevé. Une défaillance des États-Unis entraînerait presque inévitablement une grave récession aux États-Unis et dans le monde, et anéantirait le capital des banques à l'échelle mondiale. Selon nous, il n'y aurait pas de gagnants, mais seulement des perdants à divers degrés.

Troisièmement, une défaillance n'est pas une option viable pour les créanciers à l'heure actuelle. La solvabilité aux États-Unis n'est pas coulée dans le béton; nous reconnaissons qu'une défaillance est une possibilité. Toutefois, pour qu'elle constitue une solution réaliste, il faudrait que la demande non américaine soit suffisamment forte pour déclencher une récession profonde et grave aux États-Unis sans qu'elle se propage au reste du monde. Il faudrait en outre que des actifs de substitution existent pour remplacer les obligations du Trésor comme principale source de garantie interbancaire. Jusqu'à ce qu'ils apparaissent, nous pensons que les créanciers n'ont pas intérêt à ce qu'une défaillance se produise.

C'est pourquoi nous rejetons également l'idée que la Chine – ou tout autre pays – puisse utiliser ses placements obligataires à des fins géopolitiques. Tout pays qui retirerait ses liquidités subirait des conséquences désastreuses sur le plan économique et il est peu probable que cela puisse fonctionner en pratique, car les États-Unis pourraient légalement utiliser leur autorité souveraine pour amortir tout choc.

---

## DILEMME DE LA DETTE AMÉRICAINE

D'un point de vue plus fondamental, nous pensons que cet argument va à l'encontre du rapport de force dans la relation de prêt. Les États-Unis doivent déjà à la Chine plus de 1 000 milliards de dollars pour les biens et les services qu'ils ont reçus d'elle. À notre avis, le risque géopolitique serait donc plus grand pour la Chine.

### **Débat, discussion et dette**

Le débat sur la dette fédérale semble souvent divisé entre les prédictions d'effondrement imminent et l'optimisme béat de ceux pour qui la dette ne devrait pas être une préoccupation.

Nous croyons qu'il s'agit d'une fausse dichotomie. Selon nous, l'endettement actuel ne pose pas de risque de défaillance, mais il finira sans doute par pénaliser l'économie, en entraînant un déclin de la croissance, une réduction des prestations gouvernementales, une hausse des impôts et une montée de l'inflation. Si, comme nous le prévoyons, le déficit perdure et que le fardeau de la dette augmente, la solution qui devra immanquablement être mise en œuvre prendra plus de temps et pèsera davantage sur l'économie que si on avait agi plus tôt.

## Actions MONDIALES



**Jim Allworth**

Vancouver, Canada  
jim.allworth@rbc.com

# Les arbres ne poussent pas éternellement

## Points clés

- L'IA a propulsé un « nombre impressionnant » de titres à des ratios de valorisation extrêmement élevés, laissant tous les autres titres à des valorisations beaucoup plus raisonnables.
- Mais ils ne sont peut-être pas aussi bon marché qu'ils le paraissent, car les investissements massifs dans l'IA semblent devenir un prix coûteux pour presque toutes les entreprises qui veulent demeurer concurrentielles, et ce, sans certitude quant à la rentabilité.
- Le ratio cours/bénéfice en hausse de l'indice S&P 500 ne suffira pas à lui seul à définir les limites de la progression du marché, selon nous. Si l'on ajoute à cela l'optimisme et la complaisance des investisseurs ainsi que les taux d'intérêt qui sont presque deux fois plus élevés que leur moyenne au cours de la décennie précédant la pandémie, une approche prudente et vigilante s'impose.

Au sortir de la crise financière mondiale au milieu de 2009, l'économie américaine a amorcé ce qui s'est avéré être la plus longue expansion économique ininterrompue de l'histoire du pays, accompagnée du plus long marché boursier haussier jamais connu. Mais vous ne l'auriez peut-être jamais su si vous lisiez ou écoutiez les nouvelles financières. Les experts, les investisseurs et les blogueurs voyaient surtout avec scepticisme et appréhension les quelque onze années de la montée de l'économie, des bénéfices et du marché boursier.

## Inquiétudes et préoccupations à 15 à 18 fois au cours de la décennie qui a suivi la crise financière

Ils craignaient que les faiblesses systémiques révélées d'abord lors de la crise financière mondiale, puis lors de la crise de la dette souveraine en Europe n'aient pas été corrigées adéquatement. Nombreux sont ceux qui s'attendaient à ce que ces lacunes réapparaissent, entraînant des conséquences potentiellement désastreuses pour les marchés financiers. Selon eux, les valorisations boursières ne reflétaient pas ces risques élevés.

Le ratio cours/bénéfice (C/B) de l'indice phare S&P 500 s'est situé principalement dans une fourchette de 15 à 18 fois au cours de cette longue période. Ces observateurs ont constamment affirmé que le marché était « cher », « surévalué », « évalué

## Vue d'ensemble des actions

Région	Actuellement
Monde	=
États-Unis	=
Canada	=
Europe continentale	=
Royaume-Uni	-
Asie (hors Japon)	=
Japon	+

+ : surpondération; = : pondération égale à celle du marché; - : sous-pondération  
Source : RBC Gestion de patrimoine

en fonction d'un scénario parfait » ou « dangereusement emballé ».

Aujourd'hui, après les convulsions attribuables à la pandémie, l'indice S&P 500 se négocie à 24 fois les prévisions consensuelles de bénéfices pour cette année. Un ratio C/B de 20 fois a toujours été considéré par les investisseurs comme la ligne au-delà de laquelle le marché est « surévalué » ou « en sursis ». Et avec raison : le marché a rarement dépassé ce niveau. Or, c'est maintenant le cas.

## Calme et confiance à 24 fois aujourd'hui

Toutefois, selon nous, malgré le ratio C/B très élevé d'aujourd'hui, les préoccupations exprimées par les investisseurs et les commentateurs à l'égard des valorisations sont devenues exceptionnellement rares.

## ACTIONS MONDIALES

Ces préoccupations ne se font pas entendre haut et fort comme c'était le cas pendant la majeure partie de la décennie précédente, alors que l'indice S&P 500 affichait essentiellement des ratios de six à huit fois moins chers.

Le contraste entre les ratios C/B de 2012-2019 et ceux d'aujourd'hui en 2024 est encore plus frappant si l'on tient compte des taux d'intérêt. Le taux de rendement des obligations du Trésor à 10 ans a été en moyenne d'environ 2,3 % pendant la majeure partie de la décennie précédant la pandémie. Aujourd'hui, il se rapproche de 4,3 %. Des taux de rendement obligataires plus élevés se traduisent normalement par un ratio C/B plus faible; or, nous avons plutôt un ratio C/B nettement plus élevé.

Ce qui semble inciter les investisseurs à accepter avec complaisance les valorisations élevées d'aujourd'hui, c'est l'idée souvent évoquée selon laquelle les ratios C/B ne sont élevés qu'en raison de l'incidence démesurée d'un petit groupe très précis d'actions à très grande capitalisation du secteur des technologies ou liées aux technologies, dont le cours est extravagant et qui sont considérées comme les principales bénéficiaires de l'évolution rapide de l'intelligence artificielle (IA). Lorsque les « sept merveilles » (Apple, Amazon, Alphabet/Google, META, Microsoft, NVIDIA et Tesla) sont retirées du calcul, le reste de l'indice – l'indice S&P 493 comme on l'appelle – se négocie à 18,4 fois les bénéfices. (Les marchés étrangers – l'indice S&P/TSX du Canada, l'indice MSCI Royaume-Uni et l'indice MSCI Europe – sont encore moins élevés, se rapprochant de 16 fois). Or, les titres avec un ratio de 18 fois les bénéfices étaient considérés comme entièrement valorisés dans le monde pré-pandémie où les taux d'intérêt étaient beaucoup plus bas.

### L'IA, d'accord?

Qui plus est, si l'IA s'avère avoir un effet aussi important sur les entreprises et l'économie que ce à quoi beaucoup s'attendent, les quelques merveilles et d'autres comme elles pourraient bien continuer de récolter des bénéfices démesurés pendant encore un certain temps. Mais dans les faits, les entreprises devront consacrer beaucoup d'argent à l'IA simplement pour demeurer concurrentielles dans leur secteur, ce qui pourrait signifier une amélioration faible ou nulle de leur rentabilité, malgré les investissements importants. Certaines

entreprises ne seront pas en mesure de tenir le coup dans cette course dispendieuse et subiront une baisse pure et simple de leur fortune.

Par conséquent, un ratio de 18 fois les bénéfices n'est peut-être pas aussi faible après tout pour un groupe d'entreprises évoluant dans un monde où les risques liés à la concurrence ont fortement augmenté avec l'arrivée de l'IA et où les taux d'intérêt ont presque doublé.

### Pas si vite

La façon de concilier cette situation de façon constructive serait de faire croître les bénéfices assez rapidement pour compenser l'effet plus lourd de la hausse des taux d'intérêt. Toutefois, une croissance plus rapide des bénéfices nécessiterait normalement une croissance plus rapide du PIB. Certains pensent que c'est ce que l'IA rendra possible. Mais, ce n'est pas tout le monde qui est d'accord. Le Congressional Budget Office (CBO), un organisme non partisan, établit régulièrement des prévisions à long terme sur l'économie américaine pour le Congrès américain. Selon ses dernières prévisions, publiées en mars, le taux de croissance du PIB oscillera autour de 2,0 % pour les 10 prochaines années avant de descendre à 1,6 % par la suite.

On peut supposer que les économistes du CBO sont tout aussi conscients de l'émergence de l'IA que nous le sommes et qu'ils sont peut-être mieux informés que nous quant à ses capacités de faire croître le PIB plus rapidement. Leurs attentes nous semblent faibles.

Donc, si l'IA ne répond pas aux attentes, nous nous retrouverons avec un ratio C/B qui oscillera entre un rapport trop élevé de 24 fois pour l'indice S&P 500 et des titres pleinement valorisés à 18 fois pour l'indice sous-performant S&P 493. À la lumière de ce qui précède, que pouvons-nous savoir sur les perspectives des marchés boursiers?

### Plus élevés, mais...

À court terme – c'est-à-dire pour les six à douze prochains mois – pas grand-chose. Nous ne voyons aucune corrélation utile entre le ratio C/B d'un jour donné et le rendement de l'indice S&P 500 au cours de l'année suivante. Les ratios C/B très élevés peuvent encore augmenter. En fait, nous pensons que c'est l'issue la plus probable à partir de maintenant. Mais dans un contexte où la plupart

---

## ACTIONS MONDIALES

des investisseurs semblent confiants, voire complaisants, à l'égard des gains futurs des marchés, nous croyons que la statistique la plus révélatrice à surveiller est l'« ampleur » du marché – la majorité des actions évoluent-elles dans la même direction que l'indice général?

Depuis que les actions de l'IA ont pris les rênes de la croissance, l'ampleur de l'indice S&P 500 a été positive. Bien que les sept merveilles aient été les principales responsables de l'appréciation de l'indice, la majorité des actions ont également progressé. Si cela demeure le cas, nous croyons que cette progression se poursuivra.

### **... les arbres ne poussent pas éternellement**

À long terme, les ratios C/B exceptionnellement élevés baissent généralement sous la moyenne au cours de la décennie suivante. Et le fait que les ratios boursiers excessifs soient attribuables à un secteur surchargé ou à une poignée de poids lourds n'a pas eu pour effet d'atténuer ce résultat.

Dans le passé, les investisseurs ont dû composer avec des titres à forte capitalisation considérablement

surpondérés, comme les « Nifty Fifty » au début des années 1970, les actions des secteurs de l'énergie et des marchandises à la fin des années 1970, le secteur des technologies qui a mené à la débâcle technologique, et le secteur de la finance qui a plongé dans la crise financière mondiale. Non seulement les meneurs surévalués, mais aussi la majorité des autres titres ont souffert lorsque le vent a tourné.

Nous ne pensons pas que l'ascension des marchés est terminée. Mais il conviendra de revoir l'appétit pour le risque et d'avoir un plan pour devenir plus défensif lorsque les conditions l'exigeront au cours des prochains mois. Nous estimons que les actions ne sont plus très bon marché et que les investisseurs sont de plus en plus complaisants. Cette combinaison justifie une approche prudente et vigilante de la part des investisseurs.

## Perspectives sur les actions régionales

### Kelly Bogdanova

San Francisco, États-Unis  
kelly.bogdanova@rbc.com

### Sunny Singh, CFA

Toronto, Canada  
sunny.singh@rbc.com

### Frédérique Carrier

Londres, Royaume-Uni  
frederique.carrier@rbc.com

### Jasmine Duan

Hong Kong, Chine  
jasmine.duan@rbc.com

### Nicholas Gwee, CFA

Singapour  
nicholas.gwee@rbc.com

### États-Unis

Après une remontée démesurée dans un contexte de volatilité inhabituellement faible, les marchés boursiers américains pourraient, selon nous, connaître une hausse de la volatilité au cours de la deuxième moitié de l'année.

L'indice S&P 500 a bondi de 15,8 %, en incluant les dividendes, du début de l'année jusqu'au 18 juin. Bien que les cours soient près de 1,5 fois plus élevés que le rendement *annuel* moyen des 40 dernières années, la remontée a été plutôt étroite. Seulement huit titres représentent 71 % du rendement de l'indice, dont sept tirent parti de l'intelligence artificielle (IA), avec en tête le fabricant de puces NVIDIA. Les 499 autres titres de l'indice ne représentent ensemble que 29 % du rendement total pour cette période. Selon nous, ce n'est pas le moment de courir après les grands gagnants.

Nous ne croyons pas que le ratio cours/bénéfice prévisionnel relativement élevé de 21,3 de l'indice S&P 500 constitue un obstacle important tant que les prévisions consensuelles de bénéfices se maintiennent. Abstraction faite des sept merveilles liées à l'IA, la valorisation est de 18,4 – un niveau un peu plus élevé que la moyenne, mais qui n'est pas déraisonnable de notre point de vue. Toutefois, l'écart des valorisations entre le S&P 500 et le S&P 500 sans les sept merveilles est [beaucoup trop important](#).

La volatilité a presque disparu. Selon une étude de RBC Gestion mondiale d'actifs, plus de 335 jours de négociation se sont écoulés sans un recul d'au moins 2 % de l'indice S&P 500 sur une journée. Il s'agit de la plus longue période depuis 2018, bien plus longue que la moyenne sur 23 jours depuis 1999. Nous pensons que la volatilité pourrait augmenter au cours des prochaines semaines et des prochains mois. Premièrement, ces données indiquent qu'un épisode de volatilité est attendu depuis longtemps. Deuxièmement, la période des élections présidentielles aux États-Unis, dont les investisseurs ont largement fait abstraction jusqu'ici, pourrait provoquer des fluctuations sur le marché parce que les investisseurs institutionnels commenceront à se focaliser sur les débats et les conventions des partis politiques cet été. Habituellement, pendant les années d'élections, la volatilité augmente à un moment donné.

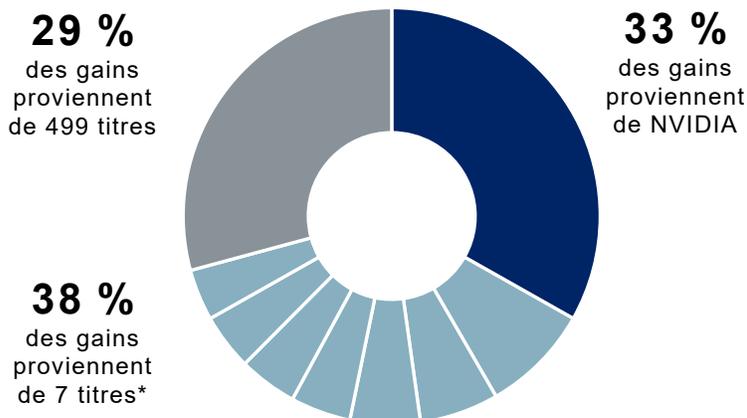
Nous croyons que l'indice S&P 500 semble mûr pour une pause ou un repli. Nous recommandons une pondération égale à celle du marché pour les actions américaines – une répartition favorable – car nous ne voyons pas encore de signes tangibles indiquant que le marché haussier pourrait prendre fin.

### Canada

La croissance économique plus faible que prévu, le ralentissement du marché de l'emploi et la désinflation continue

### Un petit groupe d'actions a fait grimper l'indice S&P 500

Contribution au gain de 15,8 % de l'indice S&P 500 depuis le début de l'année



\* Les sept titres qui ont le plus contribué au rendement total de l'indice S&P 500 sont (de la plus grande contribution à la plus petite) Microsoft, Alphabet (deux catégories d'actions), Meta Platforms, Amazon.com, Broadcom, Apple et Eli Lilly.

Sources : RBC Gestion de patrimoine, FactSet; données sur le rendement total depuis le début de l'année (dividendes compris) jusqu'au 18 juin 2024. Au cours de la période, 507 titres faisaient partie de l'indice S&P 500 (Alphabet est compté une seule fois)

## PERSPECTIVES SUR LES ACTIONS RÉGIONALES

étaient les arguments convaincants à l'appui de nouvelles réductions de taux par la Banque du Canada. Les Services économiques RBC prévoient l'équivalent de quatre réductions de 25 points de base d'ici la fin de 2024. Ces réductions devraient offrir un certain répit aux consommateurs canadiens. Toutefois, nous demeurons conscients que le contexte des taux a toujours une incidence « retardée » sur les emprunteurs, à mesure que les dettes arrivent à échéance et sont refinancées à des taux plus élevés (notamment les prêts hypothécaires).

La vigilance continue à l'égard de la consommation intérieure au sein des portefeuilles d'actions demeure justifiée. Les bénéfices des banques canadiennes au deuxième trimestre de l'exercice ont laissé entrevoir un contexte relativement favorable pour les consommateurs, mais avec des foyers de tension dans certains secteurs, alors que les défaillances sur cartes de crédit et prêts automobiles augmentent. Nous nous attendons à ce que ces difficultés persistent dans un avenir prévisible. Cependant, nous soulignons que le marché a bien anticipé cette dynamique et qu'elle se reflète dans une certaine mesure dans les ratios de valorisation inférieurs à la moyenne du secteur bancaire.

Le secteur des matières s'est récemment démarqué dans le marché boursier intérieur, mais nous avons du mal à concilier certains prix de marchandises et les données fondamentales à court terme. Nous continuons de recommander une exposition aux ressources du secteur de l'énergie, où les rendements en trésorerie pour les actionnaires demeurent intéressants, car les producteurs atteignent leurs seuils d'endettement cibles. La probabilité d'un « atterrissage en douceur » augmente et les prévisions de récession diminuent. Si une récession devait se produire au cours de la prochaine année, nous estimons les producteurs d'énergie canadiens bien placés pour traverser une période de baisse des prix des marchandises, en grande partie grâce à la diminution de leur endettement et à la rigueur dont ils font preuve en matière de capital.

Parmi les secteurs les plus faibles du marché, mentionnons les télécommunications. La concurrence intense qui a fait son apparition au début

de 2023 s'est poursuivie jusqu'ici en 2024, alors que les sociétés se battent pour obtenir des parts de marché. La forte intensification de la concurrence, les perspectives de ralentissement de la croissance, les taux d'intérêt élevés et l'importante dette inscrite au bilan nous laissent indifférents à l'égard du secteur.

### Royaume-Uni

Étant donné que le Parti travailliste continue de dominer les sondages, il semble très probable qu'il sera à la tête du nouveau gouvernement, à notre avis. Un gouvernement travailliste tenterait de stimuler la croissance en facilitant la délivrance de permis pour la construction de maisons et d'immeubles commerciaux et en rétablissant les relations avec l'UE, qui demeure son principal partenaire commercial. Le parti a également promis d'élargir la portée de la responsabilité de la British Business Bank, qui investit dans les petites et moyennes entreprises, et de chercher à nationaliser le secteur ferroviaire.

Le budget proposé par les travaillistes vise à accroître les investissements dans les industries vertes, ainsi que dans les soins de santé, les écoles et les services de garde d'enfants. Même si le gouvernement conservateur s'est affairé activement à impartir les services, le Parti travailliste reprendrait le contrôle de plusieurs activités pour réduire les montants versés aux consultants.

Pour financer ses politiques, il promet d'éliminer les échappatoires fiscales et d'augmenter certains types d'impôt, comme la taxe sur les bénéfices énergétiques. Le Parti travailliste s'est engagé à maintenir le taux d'imposition des sociétés à 25 % pendant la session parlementaire et à maintenir le taux d'imposition maximal sur les revenus et l'impôt sur les gains en capital.

Le nouveau gouvernement constatera probablement que ses politiques seront limitées par la faiblesse des finances nationales, alors que le déficit budgétaire dépasse 4 % du PIB et que la dette gouvernementale est légèrement supérieure à 100 %.

Nous sommes d'avis que la composition unique du marché boursier britannique, notamment sa forte pondération des secteurs des marchandises et des titres défensifs, signifie que le rendement des actions britanniques par rapport à l'indice demeurera inextricablement lié au dépassement du facteur de

## PERSPECTIVES SUR LES ACTIONS RÉGIONALES

croissance par le facteur de valeur ou au surpassement des actions cycliques par les actions défensives, ou aux deux.

Au sein du marché boursier britannique, nous croyons que les actions à grande capitalisation de qualité élevée, qui sont bien placées pour profiter des facteurs de croissance structurelle (à long terme) favorables et qui se négocient selon des valorisations raisonnables, souvent à un cours inférieur à celui des sociétés à grande capitalisation mondiales cotées à l'étranger, présentent toujours des occasions intéressantes. Nous entrevoyons également des occasions de placement dans des actions britanniques axées sur le marché intérieur, où, fait encourageant, la conjoncture économique semble s'améliorer. À notre avis, les faibles valorisations des actions britanniques signifient que l'intérêt pour les prises de contrôle de sociétés britanniques par des concurrents internationaux et des sociétés de capital-investissement devrait rester élevé.

### Europe continentale

À court terme, l'attention sera sans doute sur les politiques de l'Union européenne (UE) et les répercussions des élections parlementaires européennes de juin et des élections législatives françaises en juillet.

Nous ne prévoyons pas de renversement des politiques européennes, malgré la progression des partis d'extrême droite, car les partis du centre ont conservé plus de 55 % des voix. Toutefois, la piètre performance du Parti vert retardera probablement la mise en œuvre du programme de lutte contre les changements climatiques de la région.

Au moment d'écrire ces lignes, il est difficile de savoir si la stratégie du président français Emmanuel Macron de déclencher des élections législatives portera ses fruits. Il espère qu'au moyen de ces élections, son parti sera en mesure de compenser sa perte marquée face au Rassemblement national (RN) d'extrême droite.

Les marchés craignent que la politique budgétaire expansionniste du RN, à un moment où le déficit budgétaire du pays dépasse 5 %, déstabilise la région, comme ce fut le cas en Grèce en 2012. Cette situation serait problématique étant donné que la France est la deuxième économie en importance dans la zone euro. En fin de compte, nous croyons que, si le RN fait partie du gouvernement, il s'alignera probablement sur les politiques budgétaires de

Bruxelles. Il ne serait pas dans l'intérêt du RN de déranger l'ordre établi avant les élections présidentielles françaises de 2027.

Par ailleurs, la zone euro connaît une reprise. L'inflation diminue et la Banque centrale européenne (la « BCE ») a réduit son taux, ce qui devrait soutenir la demande au sein de la région.

L'indice MSCI Europe hors Royaume-Uni a atteint son plus haut niveau en 12 mois en juin 2024. L'incertitude entourant les élections législatives françaises marque le début d'une période de volatilité. Nous maintenons notre pondération du marché et notre approche équilibrée, tout en recherchant des titres européens de grande qualité, en particulier dans le secteur des technologies, des produits industriels et des soins de santé, ainsi que des occasions sélectives qui peuvent profiter de l'amélioration de la conjoncture macroéconomique et des valorisations relativement bon marché offertes aujourd'hui. Si la détérioration de la situation politique se traduit par des décisions à court terme qui semblent excessives, nous chercherons à ajouter des positions.

### Asie-Pacifique

Les données sur la croissance économique de la Chine présentent un portrait déséquilibré en mai. Les exportations et les investissements dans le secteur manufacturier sont demeurés de robustes moteurs de croissance, tandis que la consommation intérieure est demeurée relativement faible. Il est encourageant de constater que le gouvernement est déterminé à soutenir le marché immobilier, car un ralentissement prolongé pourrait exposer le système bancaire à des risques, selon nous. Toutefois, les mesures actuelles pourraient être insuffisantes. C'est pourquoi nous nous attendons à ce que des politiques de soutien soient mises en place. Il faudra probablement du temps pour que le marché immobilier se stabilise et se redresse.

Nous prévoyons une reprise en forme de « K », au cours de laquelle les prix des logements dans les grandes villes seront les premiers à se stabiliser et à augmenter, et les prix dans les autres villes seront à la baisse plus longtemps. À long terme, nous estimons que l'offre et la demande seront les principaux facteurs déterminants des prix des logements. Nous sommes d'avis qu'il pourrait y avoir un problème de sous-offre dans les villes de niveau 1 et de niveau 2 au cours des prochaines années

en raison de la forte baisse des mises en chantier, de l'élimination des stocks et de la demande refoulée.

Pour ce qui est des actions chinoises, nous pensons que les perspectives du marché immobilier et l'efficacité des politiques influenceront l'évolution du marché à court terme. À l'approche des élections américaines en novembre, nous nous attendons à ce que les politiques commerciales contre les produits chinois deviennent plus pertinentes. Nous maintenons une pondération égale à celle du marché, car nous croyons que de nombreux investisseurs préféreraient vendre leurs titres en période de vigueur. Nous nous concentrerons sur la sélection de titres individuels et les occasions d'opérations.

Jusqu'ici au cours du trimestre, le marché des actions japonaises a reculé si l'on considère le rendement en dollars, alors que le yen est passé de 150 à plus de 159 par rapport au dollar américain. Nous nous attendons à ce que la pression sur le yen atteigne un sommet dans la seconde moitié de 2024, en raison d'une possible réduction du taux directeur de la Réserve fédérale américaine (Fed) et d'une hausse potentielle du taux directeur de la Banque du Japon. RBC Marchés des Capitaux s'attend à une réduction de taux par la Fed en décembre.

Nous continuons de privilégier les actions japonaises et conseillons une surpondération pour les raisons suivantes : 1) une cible d'inflation durable de 2 % semble en vue, ce qui devrait permettre aux entreprises d'augmenter leurs prix; 2) le

renouvellement des investissements provenant de l'économie d'affinité et de la délocalisation devrait sous-tendre l'activité économique; 3) le rendement des capitaux propres et les rendements des actionnaires s'améliorent grâce aux réformes de la gouvernance d'entreprise; 4) la demande intérieure devrait se redresser grâce à l'épargne élevée et à de nouvelles hausses salariales; 5) le tourisme entrant est vigoureux en raison de la faiblesse du yen; et 6) les rentrées de fonds nationales des investisseurs de détail sur le marché boursier devraient s'améliorer à la suite de la refonte du programme de compte d'épargne individuel nippon.

Les valorisations de l'indice MSCI Japon demeurent peu élevées par rapport à celles des autres marchés développés. Toutefois, le ralentissement des exportations et la volatilité du yen sont des risques qui pèsent sur nos perspectives optimistes.

## Titres à revenu fixe MONDIAUX



**Thomas Garretson, CFA**  
Minneapolis, États-Unis  
tom.garretson@rbc.com

# La seule certitude est l'incertitude

## Principaux points

- Le cycle d'assouplissement des banques centrales à l'échelle mondiale a commencé, les premières réductions de taux par les principales banques centrales des marchés développés ayant été opérées en juin. Toutefois, les observateurs s'entendent pour dire qu'il est peu probable que ce cycle d'assouplissement ressemblera à ceux des dernières décennies.
- Les campagnes de hausses de taux régulières et énergiques devraient céder la place à des réductions de taux plus sporadiques et intermittentes, alors que les décideurs s'efforceront de trouver l'équilibre entre la réduction de l'inflation et la consolidation des expansions économiques en cours.
- Les mesures d'assouplissement modestes des banques centrales devraient soutenir les actifs plus risqués, comme les obligations de sociétés. En ce qui concerne les investisseurs qui évaluent la sécurité que procurent les obligations d'État par rapport au rendement supplémentaire qu'offrent les secteurs sensibles au crédit, nous pensons qu'il semble maintenant plus justifié d'investir dans des titres de créance à des taux qui demeurent historiquement élevés.

Après les campagnes de relèvement de taux visant à contenir l'inflation que la plupart des banques centrales du monde ont menées sur plusieurs années, la Banque du Canada a été la première des banques centrales du G7 à réduire son taux en juin 2024, suivie de près par la Banque centrale européenne. Ces interventions devraient ouvrir la voie à d'autres réductions plus tard cette année.

La Banque d'Angleterre sera probablement la prochaine à emboîter le pas. Nous prévoyons une première baisse à la réunion d'août, et probablement une autre avant la fin de l'année.

Or, à mi-chemin de 2024, la décision que prendra la Réserve fédérale américaine demeure encore inconnue. Au début de l'année, les marchés, très ambitieux, anticipaient sept réductions de taux cette année. Et à une occasion depuis, les marchés ont jonglé avec la possibilité qu'il n'y ait aucune réduction. Maintenant, les attentes tablent sur une ou deux baisses.

### Pas de solution facile

L'absence de normalité semble être la norme dans le monde postpandémie. Historiquement, les banques centrales sont soit en train de relever les taux, soit de les abaisser – c'est tout.

Mais le présent cycle d'assouplissement pourrait être différent.

## Points de vue sur les titres à revenu fixe

Région	Obligations d'État	Obligations de sociétés	Duration
États-Unis	+	–	3 – 7
Canada	+	=	3 – 7
Europe continentale	+	=	3 – 7
Royaume-Uni	+	=	3 – 7

+ : surpondération; = : pondération égale à celle du marché; – : sous-pondération  
Source : RBC Gestion de patrimoine

La Banque du Canada semble la plus susceptible de suivre la voie traditionnelle, soit des réductions de taux stables et constantes. Actuellement, le marché escompte des réductions d'environ 150 points de base au total pour la prochaine année, soit la plus forte réduction parmi les grandes banques centrales. Le Canada est le pays qui a ramené l'inflation le plus près de la cible, mais cela s'est fait au prix d'une croissance économique particulièrement faible, ce qui devrait permettre un cycle d'assouplissement soutenu. RBC Marchés des Capitaux prévoit actuellement que le taux directeur clôturera l'année 2025 à 3,0 %, soit 200 points de base de moins que le pic de 5,0 %.

## TITRES À REVENU FIXE MONDIAUX

Pour le reste, à n'en point douter, chaque décision fera l'objet de débats animés et sera prise au cas par cas, en fonction des nouvelles données.

La façon de faire de la Banque centrale européenne est un excellent exemple de ce à quoi les investisseurs peuvent s'attendre à court terme. Même si les décideurs ont choisi de procéder à une baisse de taux en juin 2024, cette baisse venait seule. En outre, la Banque a refusé de s'engager à tout autre ajustement préétabli, indiquant que tout dépendra des difficultés rencontrées en cours de route. La baisse de taux a entraîné une hausse des prévisions d'inflation, ce qui a quelque peu atténué les espoirs d'autres réductions cette année. Bien que nous nous attendons toujours à deux autres baisses en 2024, tout comme le marché, nos attentes pourraient être déçues.

Les hausses des taux se sont, pour l'essentiel, déroulées de façon ininterrompue; en revanche, le chemin inverse sera probablement marqué par plus d'à-coups que les cycles d'assouplissement précédents.

### Hauts plus élevés, bas plus élevés

De façon générale, les banques centrales ont dû relever les taux à des niveaux inégalés depuis des décennies pour maîtriser l'inflation. Le calendrier et le rythme des réductions de taux demeurent incertains, mais il semble plus certain qu'une fois décrétées, les

réductions s'arrêteront à des niveaux qui seront tout de même élevés.

Comme le montre le graphique, les taux aux États-Unis et au Royaume-Uni devraient demeurer supérieurs à 4,0 % à pareille date l'an prochain. En ce qui concerne la Fed, son estimation du taux « neutre » de l'économie, qui ne stimule ni ne limite l'activité économique et l'inflation, a monté.

Depuis 2019, les prévisions médianes des décideurs de la Fed établissent ce taux à environ 2,5 %. Or, à la réunion de mars, il a légèrement augmenté, à 2,6 %, et depuis la réunion de juin, il s'établit à 2,8 %.

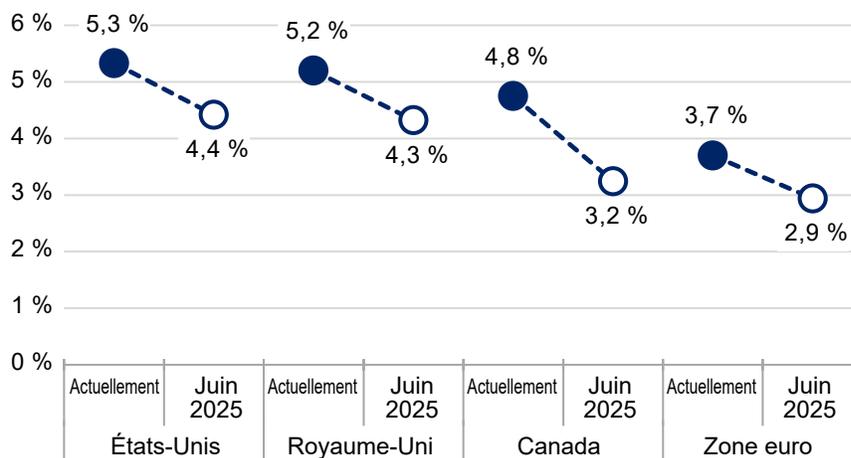
Nous nous attendons à ce qu'il continue d'augmenter, à environ 3,0 %.

Le scénario de base demeure donc que la plupart des banques centrales garderont le cap pour un cycle de réductions de taux graduelles, quoiqu'inégales, mais la balance des risques tend vers la possibilité que les baisses de taux s'accélèrent si l'activité économique ralentit, comme c'est habituellement le cas.

### La sécurité des obligations d'État ou le rendement supplémentaire du crédit?

Indépendamment du moment ou de l'ampleur des réductions de taux, il nous semble clair que les taux obligataires ont franchi le faite et qu'ils amorceront maintenant probablement leur descente.

### Les marchés tiennent compte de cycles de réduction des taux de faible ampleur



Sources : RBC Gestion de patrimoine, Bloomberg; taux directeur selon les prévisions implicites à long terme du marché fondées sur les données des contrats à terme de 1 an

---

## TITRES À REVENU FIXE MONDIAUX

Et les investisseurs en titres à revenu fixe en prennent bonne note.

Même s'il est toujours vrai que les taux à court terme des courbes de taux inversées demeurent plus élevés que ceux des titres à plus long terme, l'accent est de plus en plus mis sur le prolongement des échéances afin de bloquer les taux le plus longtemps possible, et avant qu'ils ne commencent à s'estomper.

Au début de l'année, et, selon nous, comme les marchés avaient escompté un trop grand nombre de réductions de taux par les banques centrales, nous avons admis que le fait de détenir des liquidités à des taux élevés constituait une stratégie de placement juste. Au début du deuxième trimestre et en raison de la hausse des taux à l'échelle mondiale, nous avons recommandé de délaissier graduellement les liquidités au profit des titres à plus long terme.

Nous maintenons cette approche, mais peut-être avec un peu plus d'empressement. Comme nous ne prévoyons pas une reprise des cycles de hausses de taux, nous croyons que le principal risque pour les investisseurs est de savoir si les taux baisseront lentement, tel que les marchés l'anticipent, ou s'ils baisseront plus rapidement en raison d'événements imprévus ou de ralentissements économiques.

Dans un contexte de taux en baisse, les investisseurs devront décider s'ils recherchent la sécurité des obligations souveraines ou s'ils veulent des obligations présentant un certain risque de crédit, comme les obligations de sociétés.

Même si les risques économiques semblent s'être atténués à l'échelle mondiale au cours des derniers mois, les titres des marchés du crédit se négocient comme s'il n'y avait absolument aucun risque économique. Les écarts de taux – ou le rendement excédentaire pour compenser les risques de crédit implicites par rapport aux obligations gouvernementales – demeurent à des niveaux historiquement bas. Les investisseurs commencent peut-être même à penser que les bilans des entreprises sont en meilleure santé que ceux des gouvernements, ce que nous disons avec une toute petite pointe d'ironie.

Cela dit, comme les cycles d'assouplissement ont commencé et que les risques économiques s'estompent, même s'ils n'ont pas entièrement disparu, les investisseurs pourraient vouloir accroître leur exposition au crédit à des taux historiquement élevés, même si la contrepartie pour les risques de crédit demeure assez faible.

## Perspectives sur les titres à revenu fixe régionaux

### Thomas Garretson, CFA

Minneapolis, États-Unis  
tom.garretson@rbc.com

### Luis Castillo

Toronto, Canada  
luis.castillo@rbc.com

### Rufaro Chiriseri, CFA

Londres, Royaume-Uni  
rufaro.chiriseri@rbc.com

### Shawn Sim

Singapour  
shawn.sim@rbc.com

### États-Unis

Les progrès décevants sur le plan de l'inflation au premier trimestre se sont partiellement inversés au deuxième trimestre. Compte tenu du regain d'optimisme à l'égard de l'inflation, les marchés anticipent de nouveau plusieurs baisses de taux par la Fed cette année, même si l'optimisme demeure faible. À la réunion de juin, les projections médianes des 19 membres du Federal Open Market Committee indiquaient la probabilité d'une seule baisse des taux cette année, mais les projections étaient serrées. Neuf membres ont tablé sur deux réductions, huit membres sur une seule, et les autres ne prévoyaient aucune réduction. À notre avis, si l'inflation continue de ralentir pendant l'été, une première baisse de taux d'ici septembre reste possible.

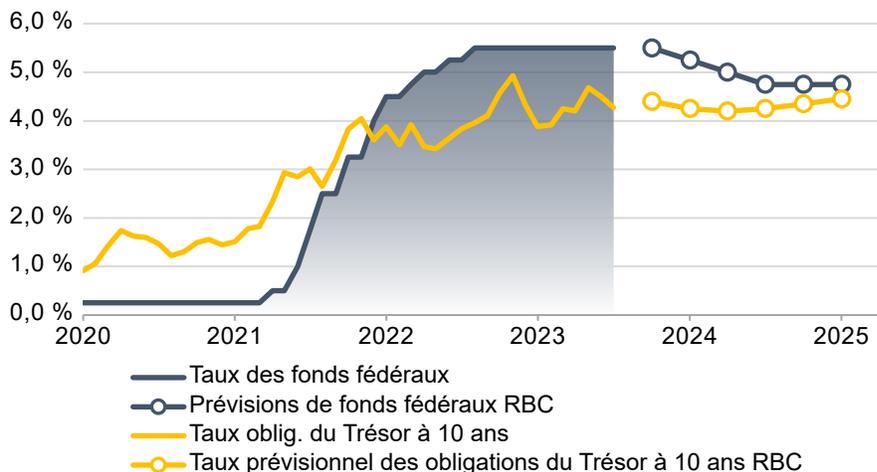
Les valorisations boursières demeurent élevées aux États-Unis, mais nous croyons qu'il est indéniable que les taux de rendement totaux demeurent attrayants sur le plan historique. Pour les investisseurs qui ont l'appétit approprié pour le risque, nous estimons qu'il est avantageux d'opter pour une stratégie de placement dite « de l'haltère », soit d'investir dans les titres du Trésor à court terme, où les taux de rendement sont toujours supérieurs à 5 %, ainsi que dans les obligations de sociétés à rendement élevé, où les taux de rendement indiciaires demeurent autour de 8 %. Le secteur des obligations de sociétés à rendement élevé a en grande partie refinancé ses titres de créance, la plupart des échéances n'arrivant pas à échéance avant 2029, ce qui devrait réduire les risques de crédit à court terme.

Les valorisations des obligations de sociétés ont été historiquement élevées pendant la majeure partie de 2024, mais le marché des obligations municipales a été encore plus cher. Toutefois, la situation a commencé à changer en mai et en juin, car les municipalités ont inondé les marchés de nouvelles émissions d'obligations en prévision des élections qui se tiendront plus tard cette année. Par conséquent, le rendement moyen des obligations générales municipales à 10 ans cotées AAA par rapport aux titres du Trésor s'est amélioré, passant d'un creux de 57 % en mars à 66 % au 21 juin, soit presque le ratio le plus élevé depuis novembre 2023, mais toujours inférieur aux moyennes historiques.

### Canada

Au cours des derniers mois, l'économie canadienne a montré des signes de faiblesse, affichant une croissance plus lente que celle des trois dernières années et un taux de chômage en hausse constante. Étant donné que les données macroéconomiques se sont affaiblies et que l'inflation a diminué, la Banque du Canada (BdC) a en fin de compte été obligée de décréter sa première baisse de taux d'intérêt en 2024, tout en prévoyant d'autres baisses. Nous sommes d'avis que la possibilité d'une baisse des taux d'intérêt par la BdC favorise les obligations à long terme dans les portefeuilles, à savoir les obligations plus sensibles aux fluctuations des taux d'intérêt et les plus exposées positivement à une baisse des taux d'intérêt.

### Perspectives révisées sur les taux



Sources : RBC Gestion de patrimoine, Bloomberg, Réserve fédérale américaine, prévisions de RBC Marchés des capitaux de juin 2024

## PERSPECTIVES SUR LES TITRES À REVENU FIXE RÉGIONAUX

Bien qu'un virage tactique vers les obligations à plus long terme en prévision d'autres baisses de taux d'intérêt par la BdC soit raisonnable, une autre stratégie nous semble plus appropriée compte tenu de l'incertitude persistante quant au moment et à l'ampleur des réductions de taux. Les investisseurs obligataires devraient se concentrer sur les taux de rendement qui se situent toujours à la limite supérieure de leur fourchette historique de 20 ans, en s'éloignant d'une thèse de placement fortement tributaire des prévisions de taux d'intérêt. Cette approche de « rendement » était beaucoup plus difficile à mettre en œuvre lorsque les taux obligataires étaient inférieurs à 2 % il n'y a pas si longtemps.

Malgré le fait que le marché des obligations de sociétés canadiennes continue de produire des rendements intéressants, nous voyons la contrepartie additionnelle offerte pour le risque de défaillance (ou l'écart de taux) comme historiquement faible. En outre, cette compression des écarts de taux permettra aux obligations du gouvernement du Canada de produire des rendements supérieurs à l'avenir. Lorsque la contrepartie offerte pour le risque est si faible, il est essentiel de comprendre que les marchés obligataires sont vulnérables à des perspectives qui sont loin d'être parfaites. Notre préférence pour les obligations s'est déplacée de ce que nous considérons comme des catégories risquées du marché des titres à revenu fixe (comme les obligations à rendement élevé émises par des sociétés dont le bilan est moins robuste) vers des catégories moins risquées, comme les obligations émises par le gouvernement du Canada ou le Trésor américain.

### Royaume-Uni

Des baisses de taux au Royaume-Uni se profilent maintenant à l'horizon. Notre scénario de base prévoit toujours une première réduction de 25 points de base (pb) des taux d'intérêt par la Banque d'Angleterre en août et une autre diminution de 25 pb pour atteindre 4,75 % d'ici la fin de 2024, ce qui est conforme aux attentes du marché, qui s'établissent à 4,72 %. Ce scénario dépendra des trois secteurs d'intérêt de la Banque d'Angleterre, soit l'inflation des services, la croissance des salaires dans le secteur privé et le resserrement du marché de l'emploi, qui devront être conformes à ses prévisions. Si les données sont meilleures que prévu, la Banque d'Angleterre pourrait hésiter

à décréter les deux baisses prévues cette année. Même si la croissance économique a été plus résiliente que ce que nous avions prévu, la sensibilité des ménages à la hausse des coûts hypothécaires représente un risque pour la croissance future et pourrait inciter la banque centrale à assouplir davantage sa politique monétaire. Le rapport de la Banque d'Angleterre sur les activités de prêt hypothécaire du premier trimestre a révélé que la valeur des prêts hypothécaires en souffrance a augmenté de 4,2 % par rapport au trimestre précédent pour s'établir à 21,3 milliards de livres sterling, soit une hausse sur 12 mois de 44,5 % et le plus haut niveau depuis le troisième trimestre de 2014.

Les obligations britanniques se négocient actuellement autour de leur moyenne sur six mois. Par conséquent, nous hésitons à étoffer nos placements dans les obligations à long terme, mais nous maintenons notre modeste surpondération des obligations britanniques. Malgré les résultats records en matière d'emprunts pour l'année d'imposition 2024-2025 et de ventes d'obligations de la Banque d'Angleterre, la demande des investisseurs a été robuste. Le Parti travailliste, dont le programme met l'accent sur la stabilité économique et budgétaire, est actuellement en tête des sondages sur l'élection générale du 4 juillet. En cas de victoire des travaillistes, le risque de dépenses gouvernementales irresponsables devrait être faible, selon nous.

Les écarts de taux des obligations de sociétés se sont considérablement resserrés au premier semestre de 2024, mais l'élargissement récent en juin rend les valorisations moins élevées. Les écarts de taux pourraient être bien contenus au deuxième semestre, en raison de la faiblesse de l'offre et des fortes entrées de capitaux provenant des investisseurs institutionnels et de l'amélioration des paramètres fondamentaux des sociétés au premier trimestre, grâce à l'amélioration des profils de croissance et de bénéfices. Nous restons toutefois très sélectifs, parce que les risques liés à la croissance, aux politiques et à l'inflation persistent. Nous préférons une durée courte dans les obligations bancaires de premier rang et les émissions des secteurs de la consommation de base et des technologies.

## PERSPECTIVES SUR LES TITRES À REVENU FIXE RÉGIONAUX

### Europe continentale

La Banque centrale européenne (BCE) a décrété une première baisse de taux d'intérêt en juin, mais nous croyons que la trajectoire à venir sera déterminée par l'ampleur et la fréquence des « obstacles », comme la récente augmentation inattendue des salaires et les révisions à la hausse des prévisions d'inflation des membres de la BCE. Le conseil des gouverneurs accorde une grande importance aux prévisions trimestrielles des membres. Par conséquent, nous sommes d'avis qu'il sera essentiel de surveiller la réaction du conseil des gouverneurs par rapport aux prévisions des membres pour septembre et décembre.

Notre scénario de base prévoit deux autres réductions de taux, pour atteindre 3,25 % d'ici la fin de l'année, ce qui cadre avec les attentes du marché. Cela dit, si les prévisions d'inflation des membres en septembre continuent de montrer une accélération de l'inflation en 2025 et que l'outil de suivi des salaires de la BCE indique que la croissance des salaires ne ralentit plus, les réductions de taux pourraient ainsi être limitées, selon nous. En revanche, si les pressions sur les prix et la croissance économique ralentissent plus rapidement que prévu par les membres, d'autres baisses pourraient être nécessaires pour stimuler l'économie.

Nous ne nous attendons pas à des perturbations du fait que la banque centrale continue de réduire son bilan dans le cadre d'un processus de resserrement quantitatif. Par conséquent, nous maintenons notre modeste surpondération des obligations souveraines et multinationales. Même si les écarts de taux français, soit l'écart entre les taux de rendement des obligations d'État françaises et ceux des obligations d'État allemandes, se situent à des niveaux records et semblent intéressants, nous hésitons à ajouter des positions en raison de l'incertitude politique et budgétaire accrue à laquelle est confrontée la France. Nous préférons la Grèce à l'Italie pour les pays moins bien notés, et nous équilibrons les pondérations entre l'Allemagne, la Belgique, les Pays-Bas, l'Union européenne et les obligations d'organismes régionaux.

Le redressement de la croissance économique et les baisses de taux de la BCE sont favorables aux paramètres fondamentaux des sociétés, et nous nous attendons à des perturbations minimales découlant du programme d'assouplissement quantitatif de la banque centrale, même si la BCE détient 30 % de l'univers des obligations de sociétés (obligations de sociétés non financières détenues par la BCE qui répondent à ses critères d'achat). De plus, les investisseurs ont digéré l'offre record depuis le début de l'année dans la foulée, ce qui a entraîné une importante compression des écarts de taux. Selon nous, l'élargissement récent des écarts de taux en juin rend les valorisations moins chères et constitue un meilleur point d'entrée, même si elles ne sont pas bon marché. Nous sommes sélectifs à l'égard des émetteurs et préférons une durée courte dans les secteurs de la consommation de base, des services de communications et des technologies de l'information, ainsi que des pondérations dans les obligations bancaires de premier rang.

### Asie-Pacifique

Depuis le début de l'année, les titres de créance asiatiques ont affiché de solides rendements, les segments des obligations de sociétés de catégorie investissement et à rendement élevé d'Asie hors Japon affichant des rendements totaux de 2,05 % et de 8,3 % respectivement. Ces résultats sont largement attribuables au resserrement marqué des écarts de taux dans les segments des titres de créance.

Les investisseurs surveillent de près les récentes mesures annoncées le 17 mai visant à résoudre la crise immobilière prolongée en Chine, notamment la réduction des ratios de mise de fonds pour les acheteurs de logements et le rajustement des taux hypothécaires. En particulier, le gouvernement affectera des fonds aux administrations locales pour l'achat de logements achevés mais non encore vendus, dans l'espoir que ces unités seront redéployées comme des logements abordables. Ces mesures se veulent un pas dans la bonne direction. Il reste toutefois à savoir si elles seront suffisantes compte tenu de leur petite envergure, malgré leur portée, surtout si l'on tient compte des risques d'exécution. Néanmoins, nous croyons que ces mesures pourraient être un signe précurseur de nouvelles mesures de relance en prévision de la troisième séance plénière en juillet.

Les sociétés non financières de Hong Kong ont commencé à voir des signes encourageants dans un contexte de faible croissance des revenus et de pressions sur les marges. Les coûts de financement ont baissé, le taux interbancaire à un mois offert à Hong Kong ayant diminué de plus de 100 points de base depuis son sommet de 10 ans atteint le 11 novembre 2023. Les principales sociétés de Hong Kong, en particulier celles qui sont présentes en Chine continentale, ont aussi modifié leur répartition des titres de créance pour favoriser le renminbi, ce qui réduit les coûts de financement. La demande dans le secteur immobilier à Hong Kong a connu un rebond. Les sociétés exposées au secteur résidentiel ont profité de la levée par le gouvernement de toutes les mesures restrictives à l'égard des achats immobiliers en février de cette année. Les ventes de résidences principales ont augmenté, et nous croyons que les sociétés de ce secteur devraient observer des écarts de taux bien soutenus.

Les obligations de sociétés de Singapour, en particulier celles liées à l'État, continuent de faire l'objet d'une forte demande de la part des banques et institutions privées de la république pour les émissions en monnaie locale. Compte tenu de leur taille modeste, la plupart des nouvelles émissions sont facilement absorbées et, par conséquent, détenues fermement par les investisseurs, ce qui contribue à d'excellents facteurs techniques dans l'ensemble du secteur.

Pour la deuxième moitié de 2024, en ce qui a trait aux titres de créance asiatiques, nous continuons de privilégier les émetteurs de grande qualité et les obligations de catégorie investissement. Même s'il est possible que les écarts de taux s'élargissent vers la fin de 2024, nous croyons que les titres de créance asiatiques sont actuellement bien soutenus par des facteurs techniques. Par conséquent, pour les titres de créance asiatiques, nous préférons également une durée plus courte (c.-à-d. une sensibilité moindre aux taux d'intérêt), tandis que les investisseurs continuent de profiter d'un revenu intéressant tiré des coupons.

# Marchandises

**Matt Altro, CFA**  
 Toronto, Canada  
 matt.altro@rbc.com

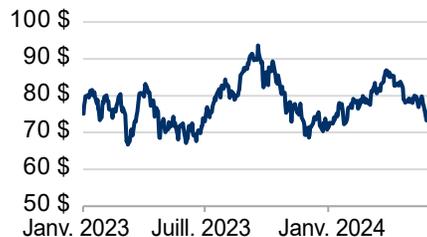
## Prévisions relatives aux marchandises

Marchandises	2024E	2025E
Pétrole (WTI \$/baril)	79,45 \$	77,79 \$
Gaz naturel (\$/MMBTU)	2,31 \$	3,13 \$
Or (\$/oz)	2 061 \$	2 140 \$
Cuivre (\$/lb)	4,39 \$	4,50 \$
Soja (\$/boisseau)	12,40 \$	12,38 \$
Blé (\$/boisseau)	6,05 \$	6,25 \$

Sources : Prévisions de RBC Marchés des Capitaux (pétrole, gaz naturel, or et cuivre), prévisions consensuelles de Bloomberg (soja et blé); données au 25 juin 2024

### Pétrole brut

L'OPEP+ a décidé de prolonger les réductions de production jusqu'à la fin de 2025. Cette décision survient à un moment où les opinions sur la santé de l'économie mondiale divergent. Cependant, les réductions pourraient être annulées selon les conditions du marché. RBC Marchés des Capitaux prévoit un prix du WTI de 84 \$ US par baril d'ici la fin de l'année.



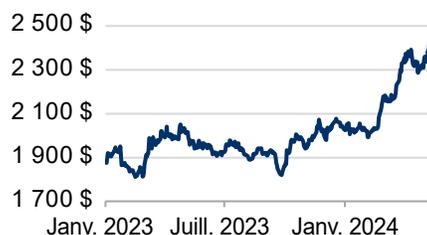
### Gaz naturel

Les prix du gaz naturel se sont raffermis au cours des derniers mois en raison de l'augmentation de la demande d'électricité, principalement attribuable au temps plus chaud. Bien que le marché soit toujours bien approvisionné et que les stocks en entreposage demeurent élevés, les hypothèses d'augmentation de la consommation de RBC Marchés des Capitaux pourraient étayer des arguments à l'appui de la vigueur actuelle des prix.



### Or

L'or a atteint des sommets records au cours de la dernière année, en raison du ralentissement de l'économie et des achats massifs des banques centrales. À notre avis, comme certaines banques centrales n'ont annoncé aucun achat en mai, on pourrait voir une pause à court terme dans l'appréciation du prix de l'or ainsi qu'une nouvelle accélération à mesure que les taux d'intérêt baisseront au cours de la prochaine année.



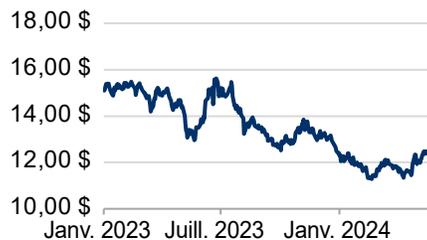
### Cuivre

Malgré la récente faiblesse des prix du cuivre, les prix des marchandises demeurent supérieurs à 10 % depuis le début de l'année. L'amélioration de la demande en Chine et la possibilité croissante de réductions de taux par la Réserve fédérale américaine ont maintenu les prix du cuivre à des niveaux élevés. RBC Marchés des Capitaux s'attend à ce que les prix demeurent élevés pour le reste de l'année, mais à ce qu'ils diminuent à mesure que l'offre s'améliorera dans la seconde moitié de l'année.



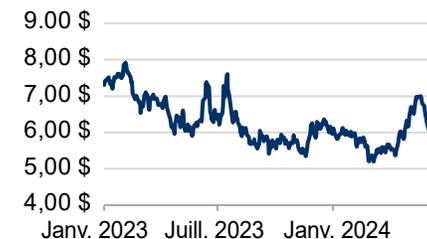
### Soja

L'USDA prévoit que la production mondiale d'oléagineux augmentera pendant la saison 2024-2025, en raison de la production de soja plus élevée, qui devrait atteindre un sommet record. De plus, le département estime que les facteurs économiques liés à la plantation de soja favorisent une augmentation de la plantation, grâce à la croissance du commerce mondial attribuable en grande partie à l'augmentation de la consommation en Asie. Cela dit, nous pensons que cette augmentation de l'offre devrait entraîner une baisse des prix.



### Blé

Le département américain de l'Agriculture (USDA) prévoit que la production mondiale de blé atteindra un niveau record au cours de la saison 2024-2025. De plus, l'USDA prévoit une hausse de la consommation d'aliments, de semences et de produits industriels, attribuable à la croissance de la population, aux programmes gouvernementaux et à l'abordabilité relative. Nous croyons que cette situation devrait à son tour contribuer à la hausse des prix du blé à la fin de l'année.



Sources du graphique : RBC Gestion de patrimoine, Bloomberg; données du 1<sup>er</sup> janvier 2023 au 12 juin 2024

# Devises

**Nicolas Wong, CFA**

Singapour

nicolas.wong@rbc.com

## Prévisions de change

Paire de devises	Taux actuel	Prévisions juillet 2025	Variation
<b>Grandes monnaies</b>			
Indice \$ US	105,20	105,62	0 %
CAD/USD	0,73	0,71	-2 %
USD/CAD	1,38	1,41	2 %
EUR/USD	1,08	1,09	1 %
GBP/USD	1,27	1,21	-5 %
USD/CHF	0,90	0,99	10 %
USD/JPY	157,00	158,0	1 %
AUD/USD	0,66	0,68	3 %
EUR/JPY	169,00	172,0	2 %
EUR/GBP	0,85	0,90	6 %
EUR/CHF	0,97	1,08	12 %
<b>Monnaies émergentes</b>			
USD/CNY	7,25	7,28	0 %
USD/SGD	1,35	1,34	-1 %

La variation est définie comme l'appréciation ou la dépréciation implicite de la première monnaie de la paire.

Sources : RBC Marchés des Capitaux, Bloomberg; données au 13 juin 2024

## Dollar américain : soutenu par les taux de rendement plus élevés des obligations américaines

L'indice du dollar américain (DXY) a atteint un nouveau sommet pour l'année à la fin d'avril, en raison de la vigueur des données économiques aux États-Unis et du fait que les investisseurs ont déplacé à plus tard en 2024 leurs prévisions du moment de la première réduction de taux de la Réserve fédérale. Nous nous attendons à ce que le DXY demeure soutenu au troisième trimestre en raison des taux de rendement relatifs plus élevés des obligations du Trésor américain, tandis que les Services économiques RBC s'attendent à une réduction des taux par la Fed d'ici la fin de l'année. Toutefois, les données économiques pourraient entraîner des fluctuations plus importantes du dollar.

## Euro : la Banque centrale européenne a abaissé les taux en juin comme prévu

La paire EUR/USD a à peine bougé après la réduction des taux d'intérêt de juin par la Banque centrale européenne (BCE), qui a été considérée par le marché comme une « réduction ferme ». Les récentes données économiques de la zone euro ont été plus robustes que les prévisions consensuelles et, bien que les Services économiques RBC aient maintenu leurs prévisions de deux autres réductions en 2024, ils estiment qu'un risque existe que ce nombre diminue. La paire EUR/USD devrait rester dans une fourchette relativement étroite de 1,05 à 1,09 pour le reste de 2024.

## Dollar canadien : cible de 1,40 pour la paire USD/CAD au quatrième trimestre

La Banque du Canada (BdC) a abaissé les taux en juin, en raison de ce qu'elle a qualifié de « signes persistants d'atténuation de l'inflation sous-jacente ».

Compte tenu du ralentissement des données économiques au Canada, nous prévoyons que le dollar canadien s'affaiblira en 2024. Les Services économiques RBC prévoient trois autres réductions de taux cette année, comparativement aux prévisions du marché qui sont de seulement deux.

## Livre sterling : dépréciation en raison d'un contexte de restrictions budgétaires au Royaume-Uni

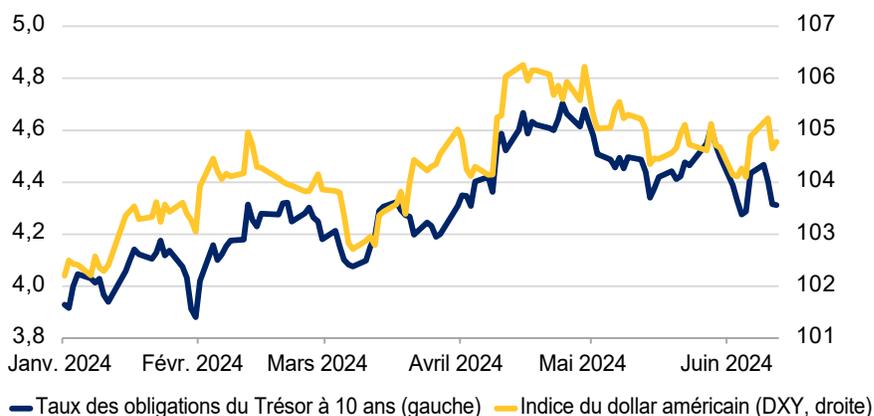
Jusqu'à présent, la livre sterling a surpassé la plupart des monnaies du G10 en 2024, en raison de l'inflation persistante au Royaume-Uni, qui a repoussé le moment des réductions de taux d'intérêt de la Banque d'Angleterre. L'annonce de la tenue d'élections générales au pays en juillet n'a pas vraiment eu d'incidence sur la livre sterling. Toutefois, nous pensons qu'elle demeure vulnérable en raison d'un contexte de restrictions budgétaires, auxquelles le prochain gouvernement devra faire face à son entrée au pouvoir, et d'incapacité de la Banque d'Angleterre à réduire rapidement les taux d'intérêt pour soutenir une économie qui en est au début de sa reprise.

## Yen japonais : la paire USD/JPY reviendra à 160 avant la fin de l'année

À la fin d'avril, la paire USD/JPY a atteint un sommet inégalé depuis 34 ans, dépassant 160, ce qui a incité les autorités japonaises à intervenir à deux reprises sur le marché des changes pour soutenir le yen. La paire continue d'être alimentée par les importants écarts de taux d'intérêt entre les États-Unis et le Japon, un facteur qui devrait rester en jeu jusqu'à ce que la Fed réduise les taux d'intérêt ou que la Banque du Japon commence à relever les taux de façon énergique, ce qui est selon nous moins probable.

## L'indice DXY a suivi de près les taux des obligations du Trésor à 10 ans en 2024

Nous nous attendons à ce que le dollar américain demeure soutenu jusqu'à la fin de 2024, car nous prévoyons que la Fed ne réduira les taux qu'en décembre.



Sources : Bloomberg, RBC Gestion de patrimoine; données jusqu'au 13 juin 2024

## Feuille de pointage

### SUR LA RÉCESSION AUX ÉTATS-UNIS

# Une période d'assombrissement

Il y a à peine deux ans, la feuille de pointage ne laissait entrevoir que des signes positifs pour l'économie américaine. À partir de l'été 2022, cette évaluation unanime a commencé à se détériorer. La courbe des taux des obligations du Trésor s'est inversée en juillet 2022 – lorsque le taux des obligations du Trésor à 1 an a dépassé celui des obligations à 10 ans – révélant que les conditions de crédit s'étaient considérablement resserrées. Toutes les récessions des 100 dernières années ont été précédées d'une telle inversion.

Quelques mois plus tard, un deuxième de nos sept indicateurs – l'indice économique avancé du Conference Board – est passé au rouge (récession), ayant descendu sous la barre de l'année précédente. Cela s'est produit avant le début de chaque récession aux États-Unis depuis la fin des années 1950, ou depuis que cet indicateur existe. Au cours des mois qui ont suivi, trois autres séries de la fiche de pointage sont passées du vert (expansionniste) au jaune (prudent).

Maintenant un troisième indicateur de la fiche de pointage a été reclassé dans la colonne rouge (récessionniste). Au premier trimestre, le taux de croissance du PIB nominal des États-Unis était inférieur au taux des fonds fédéraux. Un point d'inflexion de ce genre a été atteint

avant ou juste après le début de chaque récession depuis les années 1950.

Le « contexte des attentes » est arrivé à un moment important : en moyenne, les récessions ont eu lieu 25 mois après la première hausse des taux des fonds fédéraux, dans le présent cas en avril 2024. Toutefois, même si le délai moyen entre la « première hausse » et la récession est légèrement supérieur à deux ans, dans plus de la moitié des cas mesurés, la durée d'attente était supérieure à 25 mois.

### Courbe des taux (titres du Trésor de 10 ans à 1 an)

Le taux des obligations du Trésor à 1 an a nettement dépassé celui des obligations à 10 ans en juillet 2022, et l'écart négatif s'est encore creusé pendant la majeure partie de la dernière année. Même si le laps de temps moyen entre une « inversion » de la courbe des taux et le début d'une récession est de 13 mois, l'écart a été plus long que la moyenne dans quatre cas, et le plus long a été de 23 mois. En juillet, il s'agira de la plus longue inversion en plus de 100 ans.

L'inversion de la courbe des taux est un signe sans équivoque que les conditions de crédit se resserrent, un fait confirmé depuis huit trimestres consécutifs par le sondage de la Réserve fédérale américaine (Fed) auprès des responsables des prêts

### Feuille de pointage sur la récession aux États-Unis

Indicateur	État		
	Expansionniste	Neutre/prudent	Récession
Courbe des taux (titres du Trésor de 10 ans à 1 an)			✓
Demandes de prestations d'assurance-chômage		✓	
Taux de chômage	✓*		
Indice économique avancé du Conference Board			✓
Flux de trésorerie de sociétés non financières	✓		
Indice ISM des nouvelles commandes moins les stocks		✓	
Taux des fonds fédéraux et croissance du PIB nominal			✓

\* Passage potentiel au statut annonciateur de récession.

Source : RBC Gestion de patrimoine

## FEUILLE DE POINTAGE SUR LA RÉCESSION AUX ÉTATS-UNIS

principaux (le plus récent datant du 4 mai). La majorité des banques américaines continuent de durcir les critères d'octroi pour presque toutes les catégories de prêts aux entreprises et aux consommateurs, y compris les prêts commerciaux et industriels pour les entreprises de toutes tailles, les prêts sur carte de crédit, les prêts à la consommation remboursables par versements, les prêts hypothécaires et les prêts immobiliers commerciaux.

En juin dernier, l'écart de taux négatif entre les titres à 1 an et à 10 ans a atteint 158 points de base (pb), son niveau le plus élevé du présent cycle jusqu'à maintenant. Depuis, il a diminué considérablement pour s'établir à seulement 55 pb en avril, avant de remonter à 90 pb au cours des dernières semaines. Le retour à la « normale » d'une courbe « inversée » tend à s'amorcer habituellement au début de la récession ou quelques mois avant.

### Indice économique avancé du Conference Board

Dans le passé, cet indicateur a donné des signes avant-coureurs fiables de récession. Lorsque l'indice est tombé en dessous de son niveau de l'année précédente, une récession a toujours suivi, généralement deux ou trois trimestres plus tard.

Cet indicateur est devenu résolument négatif au troisième trimestre de 2022, passant ainsi dans la colonne rouge (récession). En date du rapport de mai 2024, l'indice avait chuté pendant 28 des 29 mois précédents, passant en territoire profondément négatif, même si le taux de baisse sur 12 mois a ralenti au cours des six derniers mois. L'indicateur n'est jamais tombé aussi bas sans qu'une récession ne se produise.

### Indice ISM des nouvelles commandes moins les stocks

L'écart entre les sous-indices des nouvelles commandes et des stocks de l'indice ISM des directeurs d'achats est devenu négatif lorsque pointaient la plupart des récessions aux États-Unis. Mais il a aussi enregistré de faux positifs à l'occasion, signalant qu'une récession était imminente alors qu'aucune ne s'est matérialisée par la suite. De plus, cet indicateur se rapporte uniquement à

l'activité dans le secteur manufacturier (environ 15 % de l'économie américaine) et est tiré d'un sondage plutôt que de données objectives. Nous le considérons donc comme un indicateur corroborant plutôt que comme un indicateur déterminant en soi.

Après avoir atteint son plus récent creux en septembre 2022, cet indicateur a augmenté de façon constante (nous utilisons une moyenne mobile sur trois mois) et est remonté au-dessus de zéro l'été dernier. Après trois mois consécutifs en territoire positif, nous avons fait passer la note de récession (rouge) à neutre ou prudent (jaune), malgré le fait que la composante des nouvelles commandes est restée résolument négative. Les nouvelles commandes ont finalement atteint un niveau expansionniste en janvier 2024. Toutefois, un niveau particulièrement faible en mai, s'il ne s'est pas rapidement inversé, pourrait ramener l'indicateur global à un niveau carrément négatif cet été.

### Demandes de prestations d'assurance-chômage

Le plus bas niveau en un mois pour le cycle en cours a été atteint en septembre 2022. Le creux cyclique des demandes est généralement enregistré 12 mois environ avant le début de la récession suivante. Jusqu'à présent, aucune baisse n'a été enregistrée dans les mois qui ont suivi, ce qui laisse l'indicateur au jaune.

Le fait que les emplois temporaires, les postes à pourvoir et le nombre moyen d'heures travaillées ont tous diminué d'une année sur l'autre augmente la probabilité que le vent soit en train de tourner pour les demandes de prestations de chômage.

### Taux de chômage

Le taux de chômage a bondi à 4,0 % en mai, après avoir atteint un creux cyclique de 3,4 % en avril 2023. Bien qu'il ait augmenté graduellement au cours des 12 mois qui ont suivi, il n'a pas encore affiché de tendance à la hausse décisive. Toutefois, toute hausse soutenue qui le ferait passer à plus de 4,0 % dans les prochains mois indiquerait, selon nous, qu'une récession est imminente.

---

## FEUILLE DE POINTAGE SUR LA RÉCESSION AUX ÉTATS-UNIS

### **Flux de trésorerie de sociétés non financières**

Cet indicateur donne une idée de la capacité de ces entreprises à financer à l'interne les dépenses en immobilisations qu'elles veulent ou doivent faire. Auparavant, lorsqu'il a été négatif d'une année à l'autre, une baisse des dépenses en immobilisations des sociétés s'est généralement ensuivie, indiquant l'arrivée d'une nouvelle récession ou l'aggravation d'une récession en cours. Ces flux de trésorerie, bien qu'ils aient nettement diminué par rapport à leur sommet atteint pendant la pandémie, sont encore supérieurs au seuil de passage en territoire négatif au premier trimestre. Il faudra beaucoup de temps avant de connaître l'évolution de la situation, car les données du premier trimestre ne seront publiées qu'en septembre.

### **Taux des fonds fédéraux et croissance du PIB nominal**

Pour chaque récession survenue depuis 70 ans, le taux des fonds fédéraux a dépassé le taux de croissance annualisé du PIB nominal sur six mois, soit avant la récession ou au début de celle-ci.

(Le PIB nominal est le PIB non rajusté en fonction de l'inflation.) Le taux de croissance du PIB est en baisse depuis le sommet de 23 % enregistré au quatrième trimestre de 2020 lors du redémarrage de l'économie après le début de la pandémie. Bien qu'il soit tombé à 6,7 % à la fin de l'année dernière, il restait supérieur au taux des fonds fédéraux de 5,50 %. Toutefois, les données publiées au premier trimestre sur le PIB indiquent que la croissance du PIB nominal sur six mois s'établit à seulement 4,9 %, sous le taux des fonds fédéraux, ce qui répond à cette condition préalable des récessions passées. Nous avons récemment fait passer cet indicateur à la colonne rouge (récession).

### **Toujours en attente**

À notre avis, compte tenu du positionnement actuel des sept indicateurs et de leur trajectoire probable, une récession aux États-Unis est de plus en plus susceptible de survenir dans la deuxième moitié de cette année.

## Ressources pour les recherches

Le présent document est produit par le Comité des Services-conseils en gestion mondiale de portefeuille qui fait partie du groupe Services-conseils en gestion de portefeuille de RBC Gestion de patrimoine. Le groupe Services-conseils en gestion de portefeuille de RBC Gestion de patrimoine offre un soutien en matière de répartition de l'actif et d'élaboration de portefeuilles aux conseillers en placement et aux conseillers financiers de l'entreprise qui créent des portefeuilles comprenant des titres négociables.

Le Comité des Services-conseils en gestion mondiale de portefeuille se fonde sur les perspectives générales du marché établies par le Comité des stratégies de placement

RBC (CSPR) pour assurer un soutien tactique et thématique supplémentaire au moyen des recherches effectuées par le CSPR, RBC Marchés des Capitaux et des tiers.

Le CSPR est composé de professionnels des placements des échelons supérieurs, qui proviennent d'unités opérationnelles du secteur détail de RBC, notamment le groupe Services-conseils en gestion de portefeuille. Il élabore des perspectives générales pour les placements mondiaux et établit des lignes directrices pouvant servir à la gestion de portefeuilles. Le CSPR est présidé par Daniel Chornous, CFA, chef des placements, RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

---

### Membres du Comité des Services-conseils en gestion mondiale de portefeuille

**Jim Allworth** – Coprésident  
Stratégiste, Placements, RBC Dominion valeurs mobilières Inc.

**Kelly Bogdanova** – Coprésidente  
Analyste de portefeuille, Services-conseils en gestion de portefeuille – États-Unis, RBC Gestion de patrimoine, RBC Capital Markets, LLC

**Frédérique Carrier** – Coprésidente  
Première directrice générale et chef, Stratégies de placement, RBC Europe Limited

**Mark Bayko, CFA** – Chef, Gestion de portefeuille, RBC Dominion valeurs mobilières Inc.

**Luis Castillo** – Conseiller en gestion de portefeuille, Titres à revenu fixe, Services-conseils en gestion de portefeuille, RBC Gestion de patrimoine, RBC Dominion valeurs mobilières Inc.

**Rufaro Chiriseri, CFA** – Chef, Titres à revenu fixe, Îles Britanniques, RBC Europe Limited

**Janet Engels** – Chef, Services-conseils en gestion de portefeuille – États-Unis, RBC Gestion de patrimoine, RBC Capital Markets, LLC

**Thomas Garretson, CFA** – Premier stratégiste, Portefeuille de titres à revenu fixe, Services-conseils en gestion de portefeuille, RBC Gestion de patrimoine, RBC Capital Markets, LLC

**Patrick McAllister, CFA** – Directeur, Services-conseils sur actions et gestion de portefeuille, Services-conseils en gestion de portefeuille, RBC Gestion de patrimoine, RBC Dominion valeurs mobilières Inc.

**Josh Nye** – Conseiller en gestion de portefeuille, Titres à revenu fixe, Services-conseils en gestion de portefeuille, RBC Gestion de patrimoine, RBC Dominion valeurs mobilières Inc.

**Alan Robinson** – Premier conseiller en gestion de portefeuille, Services-conseils en gestion de portefeuille – Actions américaines, RBC Gestion de patrimoine, RBC Capital Markets, LLC

**Michael Schuette, CFA** – Stratégiste, Portefeuilles d'actifs multiples, Services-conseils en gestion de portefeuille – États-Unis, RBC Gestion de patrimoine, RBC Capital Markets, LLC

**David Storm, CFA, CAIA** – Chef des placements, Îles Britanniques et Asie, RBC Europe Limited

**Yuh Harn Tan** – Chef, Gestion de portefeuille discrétionnaire et solutions clientèle ultrafortunée, Banque Royale du Canada, succursale de Singapour

**Joseph Wu, CFA** – Gestionnaire de portefeuille, Stratégie d'actifs multiples, RBC Dominion valeurs mobilières Inc.

---

### Autres collaborateurs de Perspectives mondiales

**Matt Altro, CFA** – Conseiller associé, Actions canadiennes, Services-conseils en gestion de portefeuille, RBC Gestion de patrimoine – RBC Dominion valeurs mobilières Inc.

**Atul Bhatia, CFA** – Stratégiste, Portefeuille de titres à revenu fixe, Services-conseils en gestion de portefeuille, RBC Gestion de patrimoine, RBC Capital Markets, LLC

**Jasmine Duan** – Première stratégiste, Placements, Banque Royale du Canada, succursale de Hong Kong

**Nicholas Gwee, CFA** – Stratégiste, Portefeuilles, Banque Royale du Canada, succursale de Singapour

**Shawn Sim** – Chef, Titres à revenu fixe, Banque Royale du Canada, succursale de Singapour

**Sunny Singh, CFA** – Conseiller en gestion de portefeuille, Actions canadiennes, Services-conseils en gestion de portefeuille, RBC Gestion de patrimoine, RBC Dominion valeurs mobilières Inc.

**Nicolas Wong, CFA** – chef, Opérations de change – Îles Britanniques et Asie, Banque Royale du Canada, succursale de Singapour

# Déclarations obligatoires

## Certification des analystes

Tous les avis exprimés dans le présent rapport reflètent exactement les avis personnels du ou des analystes responsables sur tout titre ou émetteur mentionné. Aucune partie de la rémunération du ou des analystes responsables nommés dans le présent rapport n'est, directement ou indirectement, assujettie à des recommandations ou à des avis particuliers exprimés dans ce rapport par le ou les analystes responsables.

## Déclarations importantes

Aux États-Unis, RBC Gestion de patrimoine exerce ses activités en tant que division de RBC Capital Markets, LLC. Au Canada, RBC Gestion de patrimoine comprend notamment RBC Dominion valeurs mobilières Inc., une société étrangère affiliée de RBC Marchés des Capitaux. Le présent rapport a été préparé par RBC Marchés des Capitaux, qui est une filiale indirecte en propriété exclusive de Banque Royale du Canada et, à ce titre, un émetteur relié à Banque Royale du Canada.

### Déclaration sur les analystes qui ne sont pas américains

Parmi les analystes en recherche qui ont participé à la rédaction du présent rapport, il est possible que certaines personnes i) ne soient pas inscrites ni qualifiées en tant qu'analystes en recherche auprès de la NYSE ou de la FINRA, et ii) ne soient pas associées à RBC Gestion de patrimoine et, par conséquent, ne soient pas assujetties au règlement 2241 de la FINRA régissant les communications avec les entreprises visées, les apparitions publiques et les opérations sur valeurs mobilières dans les comptes des analystes en recherche.

Si le présent rapport couvre six sociétés ou plus, RBC Gestion de patrimoine peut choisir de formuler les déclarations importantes sous forme de renvoi. Pour accéder aux déclarations courantes, les clients doivent se rendre à l'adresse <https://www.rbccm.com/GLDisclosure/PublicWeb/DisclosureLookup.aspx?EntityID=2>, où se trouvent les renseignements concernant RBC Gestion de patrimoine et ses sociétés affiliées. Ces renseignements peuvent également être obtenus sur demande à RBC Wealth Management Publishing, 250 Nicollet Mall, Suite 1800, Minneapolis, MN 55401-1931.

## Distribution des notations de RBC Marchés des Capitaux

Aux fins des distributions de notations, les dispositions réglementaires obligent les sociétés membres à attribuer à toutes les actions évaluées l'une des trois notations suivantes : Achat, Conservation/Neutre ou Vente sans égard aux cotes utilisées par les sociétés. Même si les notations Rendement supérieur, Rendement secteur et Rendement inférieur de RBC Marchés des Capitaux correspondent étroitement à Achat, Conservation/Neutre et Vente, respectivement, leur sens n'est pas le même, car les notations de RBC Marchés des Capitaux sont déterminées sur une base relative.

## Distribution des notations – Recherche sur actions, RBC Marchés des Capitaux

Au 31 mars 2024

Notation	Nombre	Pourcentage	Services de banque d'investissement fournis au cours des 12 derniers mois	
			Nombre	Pourcentage
Achat [Rendement supérieur]	831	56,84	264	31,77
Conservation [Rendement secteur]	585	40,01	151	25,81
Vente [Rendement inférieur]	46	3,15	4	8,70

## Explication du système de notation des actions de RBC Marchés des Capitaux

Le secteur d'un analyste est l'ensemble des sociétés qui entrent dans sa recherche de titres. Par conséquent, la notation attribuée par l'analyste à une action particulière représente exclusivement son opinion concernant le rendement de cette action dans les 12 prochains mois relativement à la moyenne de son secteur.

**Rendement supérieur (O)** : On prévoit que les titres de cette catégorie dégageront un rendement de beaucoup supérieur à celui du secteur dans son ensemble sur 12 mois. **Rendement secteur (SP)** : On prévoit que les titres de cette catégorie dégageront un rendement comparable à celui du secteur dans son ensemble sur 12 mois. **Rendement inférieur (U)** : On prévoit que les titres de cette catégorie dégageront un rendement de beaucoup inférieur à celui du secteur dans son ensemble sur 12 mois. **Restriction (R)** : La politique de RBC interdit certains types de communications, dont une recommandation de placement, quand RBC agit à titre de conseiller lors de certaines fusions ou autres transactions stratégiques et dans certaines autres circonstances. **Non coté (NC)** : Les cotes, cours cibles et estimations ont été supprimés en raison de contraintes juridiques, réglementaires ou de politique générale applicables, pouvant comprendre le fait que RBC Marchés des Capitaux agit en qualité de conseiller auprès de la société.

**Évaluation du risque** : La cote de « Risque spéculatif » traduit un faible niveau de prévisibilité concernant les finances ou l'exploitation, des volumes de négociation d'actions peu liquides, une importante dette inscrite au bilan ou des antécédents d'exploitation limités ayant entraîné des prévisions accrues d'instabilité au chapitre des finances ou du cours de l'action.

## Valorisation et risques liés à la cible fixée pour la notation et le cours

Quand RBC Marchés des Capitaux affecte une valeur à une société dans un rapport de recherche, les règles de la FINRA et de la NYSE (telles que présentées dans le manuel des règles de la FINRA) exigent que les fondements de la valorisation et les obstacles à l'obtention de cette valorisation soient décrits. Le cas échéant, cette information est incluse dans le texte de notre recherche, dans les sections intitulées « Valorisation » et « Risques liés à la cible fixée pour la notation et le cours », respectivement.

Les analystes responsables du présent rapport de recherche ont reçu (ou recevront) une rémunération fondée en partie sur les revenus de RBC Marchés des Capitaux et ses sociétés affiliées, dont une portion est générée par les activités bancaires d'investissement de RBC Marchés des Capitaux et ses sociétés affiliées.

### Autres déclarations

Rédaction avec l'aide de nos ressources de recherche nationales. RBC Gestion de patrimoine a rédigé le présent rapport et assume l'entière responsabilité de son contenu et de sa distribution. Il est possible que le contenu se fonde, au moins en partie, sur des éléments provenant de notre fournisseur de services de recherche correspondant. Notre fournisseur correspondant a donné à RBC Gestion de patrimoine une autorisation générale pour l'utilisation de ses rapports de recherche comme source d'information, mais n'a pas examiné ni approuvé le présent rapport et n'a pas été informé de sa publication. Notre fournisseur correspondant peut, de temps à autre, avoir une position acheteur ou vendeur, effectuer des opérations et agir comme teneur de marché pour les titres mentionnés dans le présent rapport. Notre fournisseur correspondant peut, de temps à autre, fournir des services de banque d'investissement ou d'autres services à toute entreprise mentionnée dans le présent rapport, ou faire de la sollicitation pour des services de banque d'investissement ou d'autres services auprès de ces entreprises.

RBC Gestion de patrimoine s'efforce de fournir ses rapports de recherche simultanément à tous les clients admissibles, compte tenu des divers fuseaux horaires dans les territoires outre-mer. Dans certains comptes de services-conseils en placements, RBC Gestion de patrimoine ou un tiers désigné agira en tant que chargé de la gestion de portefeuille par superposition pour nos clients et effectuera dans ces comptes des opérations sur les titres mentionnés dans le présent rapport après réception de celui-ci. Ces opérations peuvent être effectuées avant ou après la réception du présent rapport et peuvent avoir une incidence à court terme sur le cours du titre visé par ces opérations. La recherche préparée par RBC Gestion de patrimoine est affichée sur ses propres sites Web afin que les clients admissibles reçoivent rapidement les renseignements sur les nouveaux titres suivis et les changements de notations, de cibles et d'opinions. Le personnel de vente peut également diffuser de la recherche par courriel, télécopieur ou courrier. Les clients peuvent aussi recevoir notre recherche de fournisseurs. Pour de plus amples renseignements sur la recherche de RBC Gestion de patrimoine, veuillez communiquer avec votre conseiller financier de RBC Gestion de patrimoine.

**Déclarations sur les conflits d'intérêts :** RBC Gestion de patrimoine est inscrite auprès de la Securities and Exchange Commission (la « SEC ») à titre de courtier en valeurs mobilières et de conseiller en placement, offrant à la fois des services de courtage et de consultation en placement. La politique de RBC Gestion de patrimoine pour la gestion des conflits d'intérêts relativement à la recherche en investissement peut être obtenue sur notre site Web à <https://www.rbccm.com/GLDisclosure/PublicWeb/DisclosureLookup.aspx?EntityID=2>. Les conflits d'intérêts liés à nos activités de consultation en placement se trouvent dans la partie 2A de l'Annexe 1 de la formule ADV de la société ou dans le document d'information des programmes de services-conseils de RBC. Des copies de ces documents sont disponibles sur demande auprès de votre conseiller financier.

Nous nous réservons le droit de modifier la présente politique, la partie 2A de l'Annexe 1 de la formule ADV de la société ou le document d'information des programmes de services-conseils de RBC, ou d'y ajouter des éléments, en tout temps.

Les auteurs du présent rapport sont des employés de l'une des entités suivantes : RBC Gestion de patrimoine – États-Unis, division de RBC Capital Markets, LLC, courtier en valeurs mobilières dont les bureaux principaux sont situés au Minnesota et à New York (États-Unis); RBC Dominion valeurs mobilières Inc., courtier en valeurs mobilières ayant son siège social à Toronto (Canada); succursale de Hong Kong de Banque Royale du Canada, laquelle est réglementée par l'autorité monétaire de Hong Kong et la Securities and Futures Commission (« SFC »); succursale de Singapour de Banque Royale du Canada, banque de gros enregistrée ayant son siège social à Singapour; et RBC Europe Limited, banque enregistrée ayant son siège social à Londres, au Royaume-Uni.

### Avertissements relatifs aux tiers

La classification industrielle mondiale standard (GICS) est une création et une marque de service en propriété exclusive de MSCI Inc. (MSCI) et de Standard & Poor's Financial Services LLC (S&P) et est utilisée sous licence par RBC. Ni MSCI, ni S&P, ni aucun tiers ayant joué un rôle dans la création ou la compilation de la GICS ou de tout classement de la GICS ne font de déclarations explicites ou implicites à l'égard de ces normes ou classements (ou à celui des résultats auxquels leur utilisation peut conduire); ces personnes déclinent expressément toute responsabilité touchant l'originalité, l'exactitude, l'intégralité ou la qualité marchande desdites données, ou leur adaptation à une fin particulière. Sans limiter d'aucune façon la portée de ce qui précède, ni MSCI, ni S&P, ni aucune de leurs sociétés affiliées, ni aucun tiers ayant participé à la création ou à la compilation de la GICS ou de tout classement de la GICS ne peuvent être tenus responsables de dommages directs, indirects, particuliers, punitifs, actuels ou éventuels, ou autres (y compris tout manque à gagner), même si la possibilité qu'ils se présentent leur avait été signalée.

### Déni de responsabilité

Les renseignements contenus dans le présent rapport ont été préparés par RBC Gestion de patrimoine, une division de RBC Capital Markets, LLC, à partir de sources que nous jugeons dignes de foi. Toutefois, aucune déclaration ni garantie, expresse ou implicite, n'est faite par la Banque Royale du Canada, par RBC Gestion de patrimoine, par ses sociétés affiliées ou par toute autre personne quant à leur exactitude ou à leur intégralité. Les opinions et les estimations contenues dans le présent rapport représentent le jugement de RBC Gestion de patrimoine en date des présentes, sont susceptibles de changer sans avis et sont fournies de bonne foi, mais n'impliquent aucune responsabilité légale. Le rendement antérieur n'est pas une indication du rendement futur, le rendement futur n'est pas garanti, et le capital initial peut diminuer. Chaque province du Canada, État des États-Unis et la plupart des pays du monde ont leurs propres lois régissant les types de valeurs mobilières et autres produits de placement qui peuvent être offerts par leurs résidents, ainsi que le processus pour ce faire. Par conséquent, les valeurs faisant l'objet du présent rapport peuvent ne pas être vendues dans certains territoires. Le présent rapport ne constitue pas une sollicitation de la part de toute personne ou de toute société d'agir, dans tout pays, province ou territoire, comme un courtier en valeurs mobilières si la personne ou la société n'est pas habilitée par la loi à agir comme courtier en valeurs mobilières dans ledit pays, ladite province ou ledit territoire, et ne doit pas être interprété comme tel. Nulle disposition dans le présent document ne constitue un conseil juridique, comptable ou fiscal ni un conseil en placement adapté individuellement. Le présent document a été préparé pour diffusion générale aux clients, y compris les clients qui sont des sociétés affiliées de la Banque Royale du Canada, et ne tient pas compte de la situation ou des besoins particuliers de la personne qui le lit. Les placements ou les services contenus dans le présent rapport peuvent ne pas être appropriés pour vous et nous vous recommandons de consulter un conseiller en placement indépendant si vous n'êtes

pas certain si de tels placements ou de tels services conviennent à votre situation particulière. Jusqu'aux limites permises par la loi, ni la Banque Royale du Canada, ni ses sociétés affiliées, ni toute autre personne n'acceptent en aucun cas la responsabilité de toute perte directe, indirecte ou conséquentielle découlant de toute utilisation du présent rapport ou des données qui y sont contenues ou liée à toute utilisation du présent rapport ou des données qui y sont contenues. Le présent rapport ne peut être reproduit ou copié de quelque manière que ce soit sans le consentement écrit préalable de la Banque Royale du Canada, obtenu avant chaque reproduction ou copie. Aux États-Unis, RBC Gestion de patrimoine exerce ses activités en tant que division de RBC Capital Markets, LLC. Au Canada, RBC Gestion de patrimoine comprend notamment RBC Dominion valeurs mobilières Inc., une société étrangère affiliée de RBC Capital Markets, LLC. Le présent rapport a été préparé par RBC Capital Markets, LLC. Renseignements additionnels disponibles sur demande.

**Aux résidents des États-Unis :** La présente publication a été approuvée par RBC Capital Markets, LLC (membre de la NYSE, de la FINRA et de la SIPC), courtier en valeurs mobilières accrédité aux États-Unis, qui en accepte la responsabilité ainsi que celle de sa diffusion aux États-Unis. RBC Capital Markets, LLC, est une filiale indirecte en propriété exclusive de la Banque Royale du Canada et, à ce titre, un émetteur relié à celle-ci. Tout destinataire américain du présent rapport qui n'est pas un courtier accrédité ou une banque agissant à titre de courtier accrédité et qui souhaite obtenir plus de renseignements à l'égard de l'un ou l'autre des titres mentionnés dans le présent rapport, ou qui désire effectuer une opération impliquant de tels titres, est encouragé à communiquer avec RBC Capital Markets, LLC. Les placements internationaux comportent des risques qui ne sont habituellement pas associés aux placements américains, notamment la fluctuation des taux de change, l'impôt étranger, l'instabilité politique et les différentes normes comptables.

**Aux résidents du Canada :** La présente publication a été approuvée par RBC Dominion valeurs mobilières Inc. RBC Dominion valeurs mobilières Inc.\* et Banque Royale du Canada sont des entités juridiques distinctes et affiliées. \* Membre du Fonds canadien de protection des investisseurs. © Marque déposée de Banque Royale du Canada, utilisée sous licence. RBC Gestion de patrimoine est une marque déposée de Banque Royale du Canada, utilisée sous licence.

**RBC Gestion de patrimoine (îles Britanniques) :** La présente publication est distribuée par RBC Europe Limited et Royal Bank of Canada (Channel Islands) Limited. RBC Europe Limited est réglementée par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority, et autorisée par cette dernière (numéro d'inscription à la FCA : 124543). Bureau inscrit : 100 Bishopsgate, Londres, EC2N 4AA, R.-U. La conduite d'activités d'investissement à Jersey par Royal Bank of Canada (Channel Islands) Limited est réglementée par la Jersey Financial Services Commission. Bureau inscrit : Gaspé House, 66-72 Esplanade, St Helier, Jersey JE2 3QT, îles Anglo-Normandes.

**À l'intention des personnes qui reçoivent cette publication de la succursale de Hong Kong de Banque Royale du Canada :** La présente publication est diffusée à Hong Kong par la succursale de Hong Kong de Banque Royale du Canada, laquelle est réglementée par l'autorité monétaire de Hong Kong et la SFC. Elle ne doit pas être distribuée à Hong Kong aux investisseurs qui ne sont pas des « investisseurs professionnels » au sens de la Securities and Futures Ordinance (chapitre 571 des lois de Hong Kong) et des règles établies en vertu de cette ordonnance. Le présent document a été préparé pour circulation générale et ne tient pas compte des objectifs, de la situation financière ou des besoins d'un quelconque destinataire. Les rendements antérieurs ne sont pas garants des rendements futurs. AVERTISSEMENT : Aucun organisme de réglementation de Hong Kong n'a examiné le contenu du présent document. Il est recommandé aux investisseurs de faire preuve de prudence à l'égard du placement. Si vous avez des doutes sur le contenu du présent document, vous devriez demander l'avis d'un conseiller professionnel indépendant.

**À l'intention des personnes qui reçoivent cette publication de la succursale de Singapour de Banque Royale du Canada :** La présente publication est distribuée à Singapour par la succursale de Singapour de Banque Royale du Canada, une entité enregistrée inscrite auprès de l'autorité monétaire de Singapour. Elle ne doit pas être distribuée à Singapour aux investisseurs qui ne sont pas des « investisseurs qualifiés » et des « investisseurs institutionnels », au sens défini dans la *Securities and Futures Act 2001* de Singapour. Le présent document a été préparé pour circulation générale et ne tient pas compte des objectifs, de la situation financière ou des besoins d'un quelconque destinataire. Il vous est conseillé de solliciter l'avis indépendant d'un conseiller financier avant de procéder à l'achat d'un produit. Si vous n'obtenez pas de conseils d'un conseiller indépendant, il vous appartient de juger si le produit convient à votre situation. Les rendements antérieurs ne sont pas garants des rendements futurs. Si vous avez des questions à propos de la présente publication, veuillez communiquer avec la succursale de Singapour de Banque Royale du Canada.

© RBC Capital Markets, LLC, 2024 – Membre de la NYSE, de la FINRA et de la SIPC

© RBC Dominion valeurs mobilières Inc., 2024 – Membre du Fonds canadien de protection des investisseurs

© RBC Europe Limited, 2024

© Banque Royale du Canada, 2024

Tous droits réservés

RBC1524



Gestion  
de patrimoine