

Rapport spécial



Gestion  
de patrimoine

PERSPECTIVES  
mondiales

Perspectives  
pour 2021

Les actions devraient être  
avantageuses pour les  
investisseurs en 2021, à  
mesure que les forces à long  
terme reprendront le contrôle.



Voir les renseignements importants et obligatoires sur les analystes qui ne sont pas américains à la page 30.  
Produit le 25 novembre 2020 à 13 h 42 (HE) ; diffusé le 1<sup>er</sup> décembre 2020 à 16 h 00 (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 pas un dépôt ni ne confèrent quelque autre obligation à une banque ou l'une ou l'autre de ses filiales, et ils ne sont pas garantis par une banque ou l'une ou l'autre de ses filiales. Ils comportent des risques d'investissement, y compris la possibilité de perdre le capital investi.

## Perspectives d'avenir

La pandémie a marqué le début d'une nouvelle ère économique, une ère où les anciennes règles sont balayées. Les gouvernements du monde entier empruntent massivement, ils impriment de l'argent à un rythme sans précédent afin de financer leur dette, et leur rôle en tant que fournisseurs de capitaux s'est considérablement accru.

À l'approche de 2021, la promesse de la disponibilité de vaccins sous-entend que nous pourrions dire adieu aux mesures de distanciation sociale et de confinement. Mais vers quoi nous dirigeons-nous ?

Nous nous attendons à des rendements boursiers intéressants et à une forte croissance des bénéfices à mesure que les répercussions négatives de la COVID-19 s'estomperont. Le maintien de taux d'intérêt exceptionnellement bas devrait contribuer à ce que les valorisations soient supérieures à la moyenne et faire des actions la catégorie d'actif privilégiée en 2021.

Dans la présente publication, nous traitons aussi des préoccupations courantes des investisseurs, à savoir l'incidence de la dette publique galopante et la possibilité d'une flambée de l'inflation dans les années à venir, ainsi que leurs répercussions sur la stratégie de placement.

Nous partons du principe que les niveaux élevés d'endettement ne représentent pas nécessairement un risque systémique à court terme et que les coûts du service de la dette demeureront gérables même à moyen terme, bien qu'ils soient susceptibles de restreindre les choix budgétaires des gouvernements.

Nous nous attendons à ce que l'inflation reste dans des limites acceptables tant que les principales économies fonctionnent en deçà de leur potentiel. À plus long terme, l'effet conjugué de la désinflation persistante du côté des marchandises et de la baisse de l'intensité de la consommation, qui découle généralement du vieillissement de la population, atténuera partiellement l'inflation. C'est dans le secteur des services qu'on remarque le plus grand risque de hausse de l'inflation une fois la pandémie terminée.

Comme l'endettement colossal et la faible inflation permettent aux banques centrales de maintenir les taux d'intérêt exceptionnellement bas pendant encore longtemps, la recette du succès dans le passé pour les investisseurs en titres à revenu fixe pourrait ne plus fonctionner à l'avenir. Ces derniers devraient donc chercher à répartir les placements sûrs et ceux qui produisent un revenu dans leurs portefeuilles.

Enfin, nous nous penchons davantage sur l'avenir et évaluons les perspectives de croissance du secteur des entreprises. Nous prévoyons que cette croissance sera un peu plus lente en raison de l'augmentation importante de la dette des gouvernements attribuable à la COVID-19 et des facteurs démographiques défavorables. Cela devrait donner lieu à un environnement concurrentiel plus intense, amplifié par la volonté de la Chine de se forger une place de premier plan dans la production de biens et de services de grande valeur. Par conséquent, les différences entre les entreprises gagnantes et perdantes se préciseront.

Nous espérons que vous apprécierez ce numéro spécial de Perspectives mondiales.

*Coprésidents du Comité des Services-conseils en gestion mondiale de portefeuille*

**Jim Allworth**  
Vancouver, Canada

**Kelly Bogdanova**  
San Francisco, États-Unis

**Frédérique Carrier**  
Londres, Royaume-Uni



## Table des matières

### 4 Un avant-goût de ce qui nous attend

Les dommages économiques causés par la COVID-19 devraient diminuer considérablement en 2021, tandis que l'optimisme à l'égard d'un retour à un contexte social et commercial reconnaissable augmentera sans doute. Compte tenu du fait que le PIB reprend sa course vers son sommet d'avant la pandémie et que les bénéfices des sociétés se redressent, nous croyons que les actions pourraient offrir des rendements globaux attrayants en 2021, et probablement aussi en 2022.

### 9 Le dilemme de l'endettement

Les gouvernements croulent sous les dettes et rien n'indique que les emprunts diminueront prochainement, car la COVID-19 continue de progresser, les infrastructures ont besoin d'investissements et les obligations liées à la retraite augmentent. Peuvent-ils s'endetter davantage et quels sont les risques ?

### 14 Inflation : mythe ou réalité ?

Dans le cadre d'une discussion avec l'économiste en chef, États-Unis de RBC Marché des Capitaux, nous nous sommes attardés à l'inflation dans le contexte de la réouverture de l'économie américaine. Quelle sera la trajectoire de l'inflation à partir de maintenant et quels indicateurs pouvons-nous surveiller pour évaluer la pression exercée sur les prix ?

### 19 Titres à revenu fixe : une ère non résolue, mais différente

À cause de taux exceptionnellement bas, ce qui a fonctionné dans le passé pour les investisseurs en titres à revenu fixe pourrait ne plus fonctionner à l'avenir. Dans un contexte de réinvestissement difficile, nous estimons raisonnable de distinguer entre les titres sûrs et ceux qui produisent un revenu.

### 23 Position de RBC en matière de placements

Les grandes économies, notamment celle des États-Unis, devraient continuer d'absorber les répercussions économiques de la COVID-19 en 2021. Le maintien des taux d'intérêt exceptionnellement bas devrait favoriser la progression des cours boursiers et rendre moins intéressants les placements dans les titres à revenu fixe.



## Un avant-goût de ce qui nous attend

Les dommages économiques causés par la COVID-19 devraient diminuer considérablement en 2021, tandis que l'optimisme à l'égard d'un retour à un contexte social et commercial plus normal augmentera sans doute. Compte tenu du fait que le PIB reprend sa course vers son sommet d'avant la pandémie et que les bénéfices des sociétés se redressent, nous croyons que les actions pourraient offrir des rendements globaux attrayants en 2021, et probablement aussi en 2022.



**Jim Allworth**  
Vancouver, Canada  
jim.allworth@rbc.com

En 2020, les comportements sur les marchés boursiers ont été principalement influencés par la pandémie et le scepticisme quant à la possibilité que la vie et l'économie reviennent un jour à la normale. À notre avis, les dommages économiques causés par la COVID-19 diminueront considérablement en 2021, tandis que l'optimisme à l'égard d'un retour à un contexte social et commercial reconnaissable augmentera.



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

Selon nous, la reprise en forme de V, qui a débuté en mai dans la plupart des pays, fera place à une phase de croissance moins vigoureuse et possiblement marquée de soubresauts. Les économies des États-Unis et du Canada devraient renouer avec leurs sommets d'avant la pandémie d'ici la fin de 2021 ou le début de 2022. Pour l'Europe, le Royaume-Uni et le Japon, cela prendra vraisemblablement quelques trimestres de plus. L'économie de la Chine a déjà récupéré tout le terrain perdu à la suite du confinement du premier semestre.

Les bénéfices, qui se redressent déjà, pourraient surprendre à la hausse en 2021 et en 2022, alors que certains secteurs et groupes, paralysés par la pandémie, reprennent vie. Le fort rebond après les creux atteints en mars nous porte à croire que les investisseurs ont déjà anticipé une partie de ce retour prévu à « normale ». Toutefois, l'indice S&P 500 n'est encore que légèrement au-dessus de son niveau de février 2020, tous les autres principaux indices au Canada, en Europe, au Royaume-Uni et au Japon demeurant en deçà de leurs sommets d'avant la pandémie.

Nous nous attendons à ce que les cours boursiers s'apprécient en 2021, mais pas autant que les bénéfices, ce qui entraînera une modeste baisse des ratios cours-bénéfices.



**Frédérique Carrier**  
Londres, Royaume-Uni  
frederique.carrier@rbc.com

### Au-delà de l'année prochaine

Pendant les 12 à 18 mois qui suivent la fin d'une récession, le PIB et les bénéfices des entreprises connaissent habituellement une croissance très rapide. Par la suite, le PIB suit dans une trajectoire plus proche du taux de croissance potentiel à long terme de l'économie. Voici quelques-unes de nos observations sur les facteurs qui influent sur ces perspectives à long terme.

## Croissance lente

Au cours de la décennie qui a suivi la crise financière mondiale, l'économie américaine et la plupart des autres économies développées ont progressé plus lentement qu'elles ne l'avaient fait pendant la période allant de la fin de la Seconde Guerre mondiale à 2007. La croissance du PIB nominal des États-Unis (c.-à-d. sans tenir compte de l'effet de l'inflation) s'est établie en moyenne à 6,9 % par année de 1945 à 2007. Après la crise financière et la profonde récession qu'elle a provoquée, le PIB des États-Unis a augmenté pendant 10 ans sans interruption, mais à un taux de seulement 4,1 %. Ce ralentissement est attribuable à la croissance plus lente de la population active (les baby-boomers ayant atteint l'âge de la retraite) et à l'incidence négative du désendettement des ménages américains.

On avait implicitement présumé que la croissance redémarrerait une fois le désendettement des ménages terminé, mais cela n'a pas été le cas. À l'heure actuelle, le Congressional Budget Office, un organisme fédéral non partisan qui prépare les prévisions à long terme de l'économie américaine pour le Congrès, s'attend à ce que la croissance nominale du PIB ne soit que de 4,3 % en moyenne de 2020 à 2030.

La croissance lente/décroissante de la population en âge de travailler continuera probablement d'être la principale cause de cette situation. L'augmentation importante de la dette publique attribuable à la COVID-19 n'aidera pas non plus. D'ailleurs, RBC Gestion mondiale d'actifs estime qu'elle fera baisser le taux de croissance annuel de 0,1 % à 0,2 % au cours de cette décennie. Toutes les économies développées sont confrontées à ces deux mêmes problèmes.

## Taux de natalité par femme

Taux de natalité de remplacement de la Banque mondiale = 2,1

Canada	Chine	France	Allemagne	Italie	Japon	R.-U.	É.-U.
1,5	1,7	1,9	1,6	1,3	1,4	1,7	1,7

Source : Banque mondiale

L'immigration pourrait compenser la diminution des taux de natalité, mais la politique des États-Unis en la matière est devenue de plus en plus restrictive au cours des 20 dernières années. De plus, la crise des migrants a refroidi l'envie d'accueillir de nouveaux arrivants dans une grande partie de l'Europe, le Brexit a largement été voté en réaction au flux non restreint d'immigrants en provenance de l'Union européenne et le Japon n'a jamais encouragé l'immigration, ni la Chine. Le Canada souhaite toujours accueillir des immigrants selon ses conditions, mais les portes sont fermées jusqu'à ce que la pandémie se résorbe.

En termes généraux, la croissance économique résulte de la combinaison de la croissance de la main-d'œuvre et de l'augmentation de la productivité de tous les travailleurs. Si la main-d'œuvre décline dans les pays développés, tout retombe alors sur la productivité. Celle-ci n'est pas facile à mesurer et il est notoirement difficile de la prévoir.

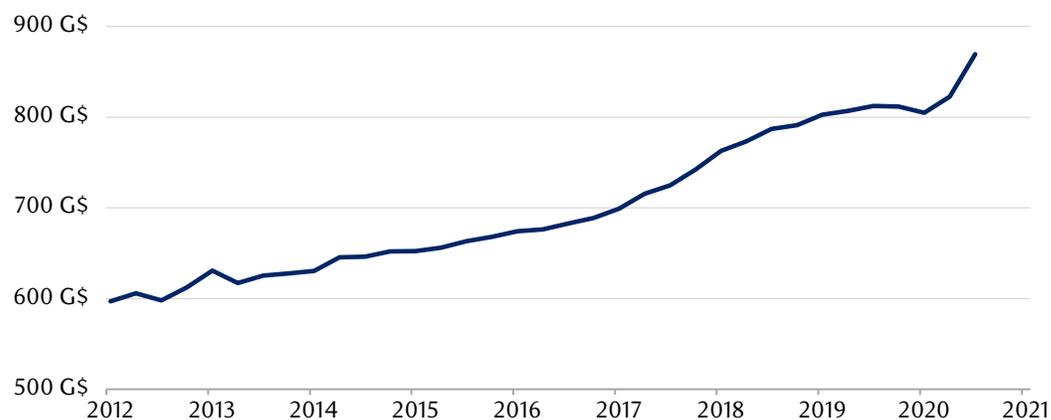
## Concurrence intense

Lorsque le taux de croissance est rapide, comme ce fut le cas dans les 65 années qui ont suivi la Seconde Guerre mondiale, toutes sortes d'entreprises, des plus petites aux plus grandes, y trouvent leur compte. Par contre, lorsqu'il diminue d'un tiers, comme il l'a fait depuis 2008, la concurrence s'intensifie et les plus faibles peuvent être mis sur la touche ou être absorbés, et la concentration des entreprises devient plus évidente. Une poignée de leaders dominants émerge dans de nombreux secteurs, acquérant des acteurs de niveau intermédiaire en cours de route. Il s'agit de la dynamique qu'on a observée au long de la dernière décennie et qui devrait se reproduire pendant la prochaine.

La concurrence féroce pour les parts de marché a tendance à stimuler les dépenses en immobilisations des entreprises. Par ailleurs, les budgets sont de plus en plus axés sur la technologie. Les entreprises ont besoin de capacités diversifiées si elles veulent rester à l'avant-garde ou faire preuve d'anticipation : communiquer avec les clients et prévoir leurs besoins, développer rapidement de nouveaux produits et les commercialiser, gérer les stocks, assurer le réapprovisionnement et redéfinir les prix, gérer les chaînes logistiques et le fonds de roulement, etc.

On estime à présent que l'économie numérique représente près de 10 % du PIB des États-Unis, et ce pourcentage va en augmentant. Elle deviendrait donc plus importante que le secteur financier. La pandémie a fait ressortir la réalité voulant que les entreprises qui n'ont pas une présence numérique viable et fonctionnelle sont très désavantagées sur le plan de la concurrence. La course est lancée pour acquérir cette capacité.

## Les dépenses en immobilisations liées à la technologie montent en flèche



Sources : Réserve fédérale américaine, Bureau of Economic Analysis des États-Unis ; investissement en immobilisation du secteur privé dans le matériel et les logiciels de traitement de l'information, milliards de dollars, taux annuel désaisonnalisé, données trimestrielles jusqu'en juillet 2020

Cette augmentation des dépenses en immobilisations profite aux bénéficiaires, à l'emploi et à la productivité, si on la considère dans l'ensemble de l'économie. Au sein d'un secteur ou d'un groupe sectoriel, toutefois, la volonté et la capacité de dépenser ce qu'il faut (et peut-être plus que ce qu'il faut) deviennent des facteurs qui peuvent distinguer les chefs de file des autres.

## Malgré un ralentissement, l'économie chinoise demeure en tête de peloton

Le taux de croissance du PIB de la Chine a ralenti graduellement au cours de la dernière décennie, et cette tendance devrait se poursuivre au cours des dix prochaines années. L'économie chinoise est néanmoins susceptible de surpasser toutes les économies développées, y compris celle des États-Unis.

Évidemment, tout comme les économies développées, la Chine connaît un ralentissement démographique.

Elle bénéficie néanmoins de plusieurs avantages sur le plan de la productivité. Elle peut entre autres faire participer les travailleurs agricoles sous-employés (25 % de la main-d'œuvre totale, contre 60 % en 1993) à la production industrielle urbaine (une puissante source de croissance du PIB et de productivité en soi). En outre, elle peut compter sur des projets d'infrastructure à rendement plus élevé que ceux généralement disponibles dans les économies développées. Selon nous, ces facteurs positifs continueront de contribuer à la croissance pendant au moins une autre décennie.

L'intégration des travailleurs agricoles en milieu urbain ne peut se concrétiser que s'il existe une demande suffisante à cette fin. Comme plus de la moitié de la main-d'œuvre du pays travaillait dans le secteur agricole jusqu'en 2003, la demande intérieure n'a jamais été suffisante. Par conséquent, ce sont les exportations qui ont donc été le principal moteur de la modernisation.

Entre la fin des années 1990 et 2008, les exportations chinoises ont presque décuplé, et au cours des sept années suivantes (jusqu'en 2015), elles ont progressé de 60 % de plus. Depuis lors, elles stagnent, ayant passé de 21 % à 17 % du PIB. Dans l'intervalle, l'économie de la Chine est devenue plus équilibrée, étant davantage stimulée par la demande intérieure que par la demande étrangère.

Face à la nécessité urgente d'exporter, la Chine a déplacé ses priorités, avec pour objectif de devenir compétitive à l'échelle mondiale, puis dominante, dans la production de biens et services de grande valeur, en particulier dans les secteurs de la technologie et de l'équipement de production. Elle est déjà de plus en plus présente dans plusieurs domaines stratégiques importants. Cette poussée de la deuxième économie mondiale (et celle connaissant la croissance la plus rapide) ne fera qu'ajouter aux pressions concurrentielles intenses déjà évidentes au sein des économies développées.

## Protectionnisme : « tout le monde le fait »

Il en va de même du protectionnisme, qui semble être une caractéristique importante et grandissante de la politique mondiale. L'éventuelle application des propositions d'achat de produits et services américains du président élu devrait renforcer une tendance déjà constatée depuis plusieurs années, à savoir la construction de nouvelles usines aux États-Unis, que ce soit par des sociétés étrangères qui veulent assurer leur accès au marché américain ou par des sociétés américaines qui ont vu l'écart de coûts entre la production au pays et en Chine se resserrer considérablement au cours des dix dernières années.

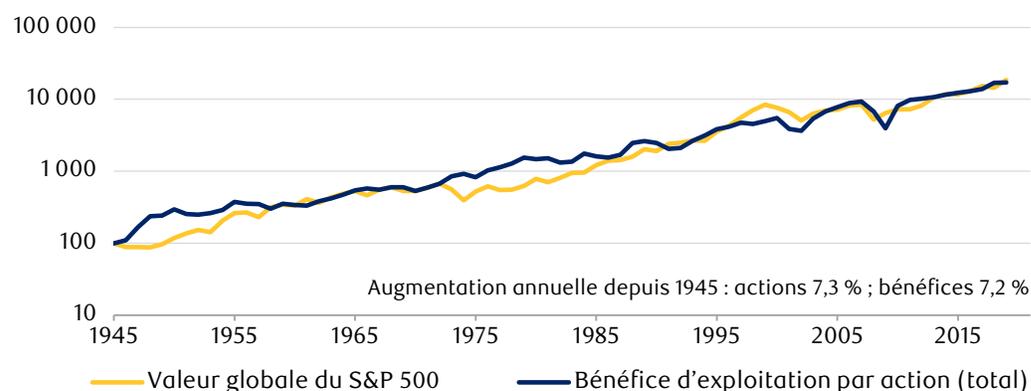
Sans surprise, comme l'ont démontré les dernières années, les restrictions commerciales mises en place par un parti ont généralement entraîné des représailles de l'autre. Peu importe ce qu'un pays peut gagner à empêcher les importations, il en perd une partie ou la totalité au chapitre des exportations. L'« avantage comparatif » à long terme est difficile à faire accepter aux électeurs et aux politiciens tentés de profiter des gains à court terme, une position qu'ils justifient par un traitement perçu comme étant « injuste ».

Quelles que soient les préoccupations liées à l'éventuelle mauvaise répartition des capitaux à long terme ou à la perturbation du fonctionnement des marchés libres, dans ce cas, la politique d'achat de produits et services américains devrait donner un coup de pouce opportun aux dépenses en immobilisations, à l'emploi et à la productivité, du moins pendant quelques années. Il en va de même des réponses des partenaires commerciaux pour leurs économies respectives.

## Répercussions sur les marchés boursiers

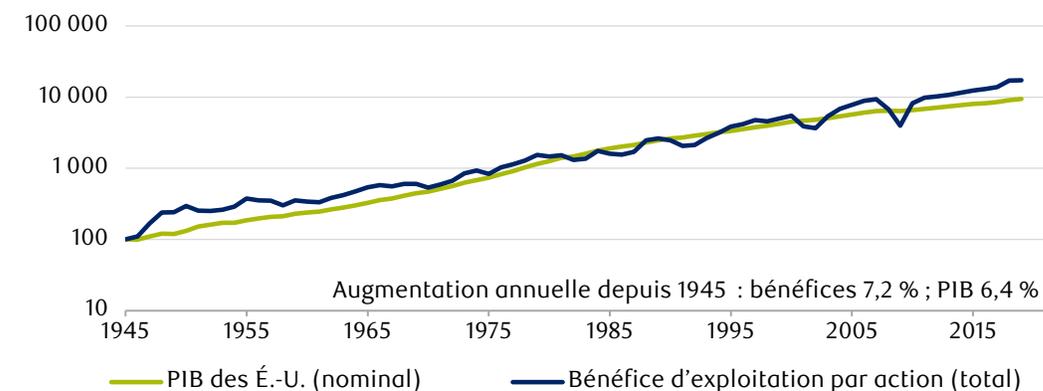
À long terme, la valeur des actions s'est appréciée conformément aux bénéfices. Or, ceux-ci ont augmenté à un rythme plus élevé (mais de peu) que celui fixé par la croissance économique – soit, dans ce cas-ci, la croissance du PIB nominal (c.-à-d. avant tout ajustement pour tenir compte de l'inflation). Si, comme nous nous y attendons, une économie plus lente freine la croissance

### Les cours des actions ont augmenté en phase avec les bénéfices...



Sources : Standard & Poor's, Thomson Reuters, RBC Marché des Capitaux ; données annuelles de 1945 à 2019, données normalisées en date de 1945 = 100

### ...et les bénéfices ont progressé un peu plus rapidement que l'économie



Sources : Standard & Poor's, Thomson Reuters, Réserve fédérale américaine, RBC Marché des Capitaux ; données annuelles de 1945 à 2019, données normalisées en date de 1945 = 100

globale des bénéfiques et de la valeur des entreprises au cours des deux prochaines décennies, nous prévoyons que la concurrence intense qui en résultera accentuera la démarcation entre les gagnants et les perdants.

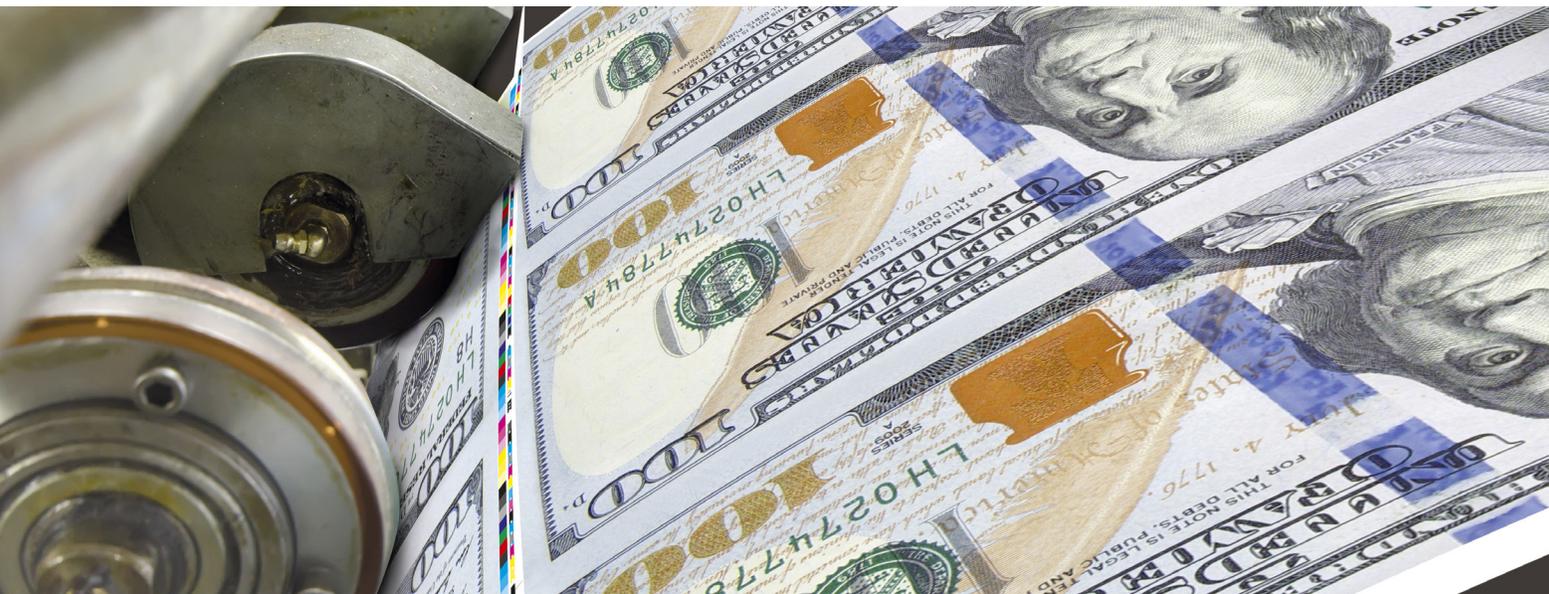
Cela établit un taux de rendement minimal utile pour la sélection des titres. En ce qui concerne le positionnement à long terme, nous pensons que les portefeuilles devraient comporter dans la plus grande mesure possible des actions des entreprises pour lesquelles il existe une forte conviction que les ventes, les bénéfices et les dividendes peuvent croître plus rapidement que l'économie.

Ces titres se négocieront presque toujours plus cher que la moyenne. Ce serait encore plus vrai si, comme nous l'escomptons, la concentration des entreprises, qui est susceptible d'accompagner une croissance lente du PIB et une concurrence plus intense, réduisait le nombre de leaders dominants dans chaque secteur. Si ces entreprises finissent par connaître une croissance supérieure et durable, elles continueront probablement à se négocier à un cours plus élevé que la moyenne.

### **Positionnement actuel**

Nous avons récemment modifié la pondération en actions que nous recommandons dans un portefeuille équilibré mondial. Ainsi, au lieu d'une pondération neutre, nous suggérons désormais une pondération supérieure à celle de l'indice de référence. Ce n'est pas un grand changement tactique. Il s'agit plutôt de reconnaître que la force motrice qui sous-tend la croissance des bénéfiques et les valorisations boursières s'éloigne rapidement des risques de volatilité démesurés liés à la pandémie et se rapproche des attentes à long terme en matière de croissance économique durable.

Les dommages économiques causés par la COVID-19 devraient diminuer considérablement en 2021, tandis que l'optimisme à l'égard d'un retour à un contexte social et commercial reconnaissable augmentera sans doute. Alors que le PIB reprend sa course vers son sommet d'avant la pandémie, les bénéfices des entreprises, qui se redressent déjà, pourraient être supérieurs aux prévisions en 2021 et en 2022. Les actions des principaux marchés ont déjà pris en compte certaines de ces projections, mais pas toutes. Nous nous attendons à ce que les actions puissent offrir des rendements globaux attrayants en 2021, et probablement aussi en 2022.



## Le dilemme de l'endettement

La COVID-19 a forcé les gouvernements à s'endetter démesurément, et il semble que le flot de mesures budgétaires ne se tarira pas. Étant donné que les gouvernements risquent de se retrouver dans une situation vécue par peu de gens depuis la Seconde Guerre mondiale, émergerons-nous de la crise de la COVID-19 uniquement pour composer avec un nouvel ensemble de risques financiers et économiques ?

Les gouvernements sont submergés par l'endettement. Rien n'indique que les emprunts diminueront prochainement, car la COVID-19 continue de progresser, les systèmes d'infrastructure ont besoin d'investissements, les budgets militaires sont énormes, et les obligations liées à la retraite et à la vie sociale augmentent.

Certains économistes soulignent que le changement de paradigme de la COVID-19, qui a donné aux banques centrales et aux gouvernements plus de pouvoir sur l'affectation des capitaux, pourrait concrétiser des possibilités de développement comme la modernisation de l'infrastructure ou l'accélération de la transition vers des économies écoénergétiques.

La tendance de l'endettement soulève toutefois des questions difficiles. L'accumulation de dettes peut-elle se poursuivre ? Quels sont les risques pour les grandes économies, les marchés financiers et les contribuables ?



**Kelly Bogdanova**

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

### Toujours plus haut

La dette publique a explosé depuis le début de la pandémie de COVID-19. Selon le Fonds monétaire international (FMI), la dette publique des économies avancées a bondi de près de 27 % dans l'ensemble depuis janvier 2020. Ce niveau d'endettement, qui dépasse désormais celui atteint après la Seconde Guerre mondiale, correspond à plus de 120 % du PIB.

La dette mondiale est moins élevée (102 % du PIB) parce que beaucoup de grandes économies émergentes ont des fardeaux d'endettement officiels moins lourds. Il s'agit toutefois encore d'un sommet inégalé.

Toutes ces données minimisent la situation dans les faits. Les obligations sont plus importantes si l'on tient compte des dettes hors bilan, exprimées sous forme de promesses de nature sociale pour l'avenir.

Par exemple, les données des États-Unis utilisées dans la plupart des estimations mondiales ne comptabilisent que la dette enregistrée officiellement. La dette de 27 billions de dollars établie par le département du Trésor représente 124 % du PIB annuel des États-Unis. Le fardeau de la

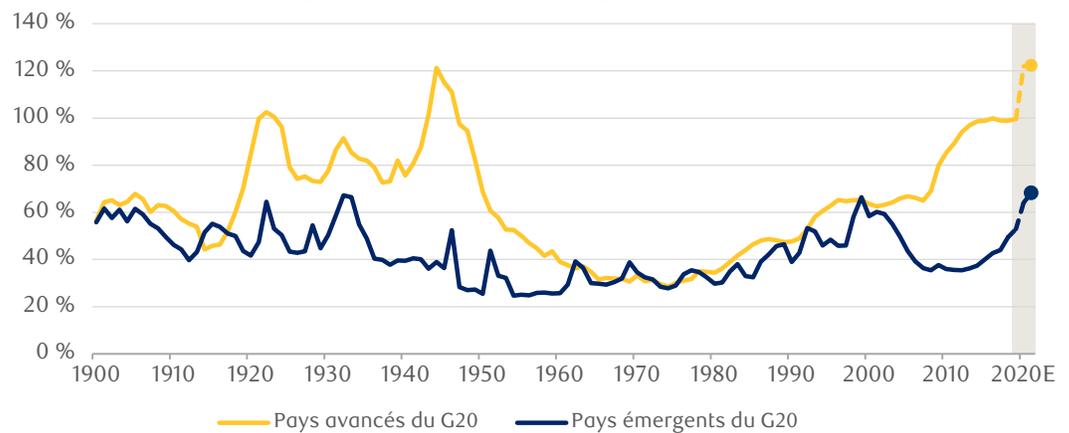


**Frédérique Carrier**

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

### La dette des économies avancées devrait éclipser le sommet atteint durant la Seconde Guerre mondiale

Ratio moyen dette/PIB par groupe de pays (pourcentage du PIB)



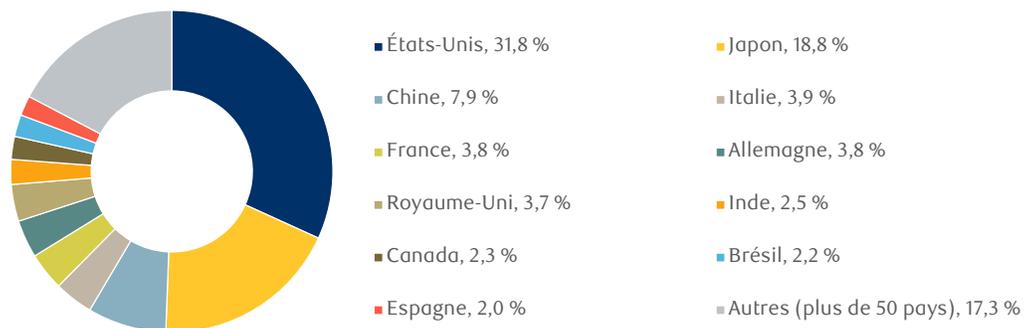
Sources : RBC Gestion mondiale d'actifs, Fonds monétaire international (FMI) ; données prises en compte jusqu'en juin 2020 et utilisation des estimations du FMI pour 2020 et 2021

dette serait beaucoup plus important s'il tenait compte des promesses hors bilan, comme celles liées à la sécurité sociale (pension) et à Medicare (soins de santé). Il s'agit de dépenses que le gouvernement est tenu de faire en vertu de la loi, à moins que celle-ci ne soit modifiée.

D'après le groupe non partisan Truth in Accounting, si la valeur actuelle de ces éléments hors bilan était incluse pour les 75 prochaines années, la dette passerait de 27 billions de dollars à 137 billions de dollars. Même si ces « obligations » sociales ou en matière de soins de santé sont réduites par une évaluation des ressources ou d'autres moyens, comme de nombreux Américains le supposent, elles pourraient encore représenter une part considérable du fardeau de la dette publique future.

### Les États-Unis et le Japon représentent la moitié du total de la dette publique dans le monde

Proportion de la dette publique dans le monde par pays



Sources : Fonds monétaire international, Forum économique mondial ; données de 2018 qui n'incluent pas les obligations hors bilan

De telles obligations hors bilan, qu'elles soient immenses ou fortement réduites, entraîneraient une hausse de la dette des économies avancées et du monde entier, car la dette des États-Unis forme la part la plus importante des deux, et de loin.

L'augmentation de la dette publique semble justifiée puisque les gouvernements ont stoppé eux-mêmes l'activité économique du fait de la COVID-19 au début de l'année. Cet arrêt a créé un énorme vide pour une multitude de ménages et d'entreprises, la perte de production, survenue au pire moment lors du printemps, s'approchant de celle observée durant la Grande Dépression. Voilà pourquoi les gouvernements des pays développés ont agi rapidement pour combler l'écart, tenter de maintenir les liens économiques, préserver les emplois des particuliers et assurer la solvabilité des entreprises durant l'arrêt. Leurs mesures ont sans doute contribué à une relance économique qui n'aurait pas eu lieu aussi vite autrement.

## La hausse de l'endettement ne pose pas nécessairement un risque systémique

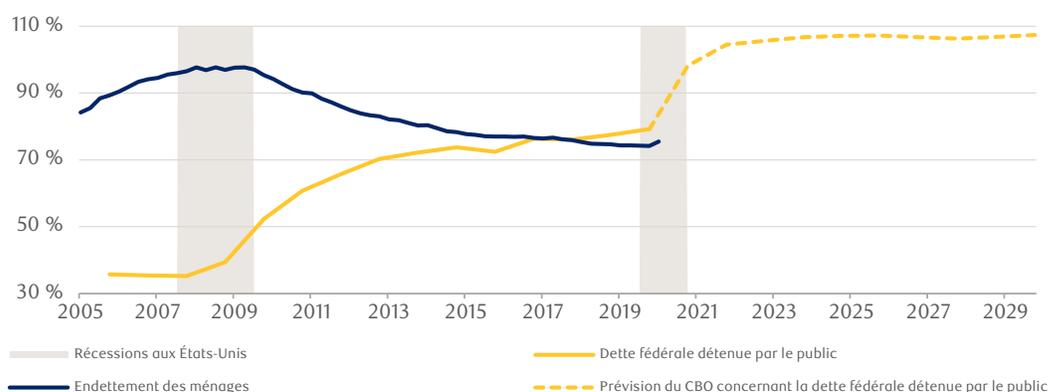
Dans l'examen du fardeau de la dette, il faut tenir compte d'une question distincte, soit celle de l'endettement des ménages, et notamment de l'équilibre entre cet endettement et la dette publique.

Pour certains pays, la dette des ménages est beaucoup plus préoccupante que la dette publique. Par exemple, durant la décennie qui a suivi la crise financière mondiale (de 2009 à 2019), l'endettement des ménages canadiens a augmenté de 93 % du PIB à 106 %, alors que la dette fédérale est passée d'un sommet de 47 % du PIB à 40 % avant l'écllosion de la COVID-19.

Aux États-Unis, le contraire s'est produit. La dette à la consommation était beaucoup plus élevée que la dette gouvernementale, mais la première a diminué alors que la seconde a continué d'augmenter.

### Intersion : Alors que la dette fédérale des États-Unis augmente, la dette des ménages diminue

Dette en pourcentage du PIB des États-Unis



Nota : Les données sur la dette fédérale du CBO diffèrent de celles du département du Trésor, auxquelles le texte du présent article fait référence et qui constituent une mesure plus large de la dette fédérale.

Sources : RBC Gestion de patrimoine, Bloomberg et Congressional Budget Office (CBO) ; données en septembre 2020

L'endettement des ménages américains a diminué de près de 100 % du PIB à environ 75 % durant la décennie qui a suivi la crise financière mondiale de 2008-2009, surtout en raison de la réduction de la dette hypothécaire (découlant, dans certains cas, des faillites provoquées par l'éclatement de la bulle immobilière). Au cours de la même période, le montant de la dette fédérale détenue par le public a grimpé à environ 80 %, alors qu'il se situait autour de 50 %.

Notre stratégeste, Titres à revenu fixe soutient que « malgré les réserves et les craintes de certains au sujet de la hausse de l'endettement, cette évolution devrait à notre avis avoir un effet positif net en matière de risques systémiques. Le gouvernement fédéral a manifestement plus de moyens pour faire face au service de la dette que le consommateur américain, ayant notamment la capacité d'imprimer de l'argent. »

Il ajoute ceci : « Nous continuons de croire que les déficits et l'ampleur générale de la dette fédérale détenue par le public n'ont pas de quoi préoccuper réellement les investisseurs à court et à moyen terme. D'après les corrélations historiques, l'augmentation de l'offre de titres du Trésor ne suffit pas à elle seule à faire monter les taux. Des facteurs comme la trajectoire des taux directeurs de la Réserve fédérale, la croissance du PIB et les attentes d'inflation importent bien davantage. »

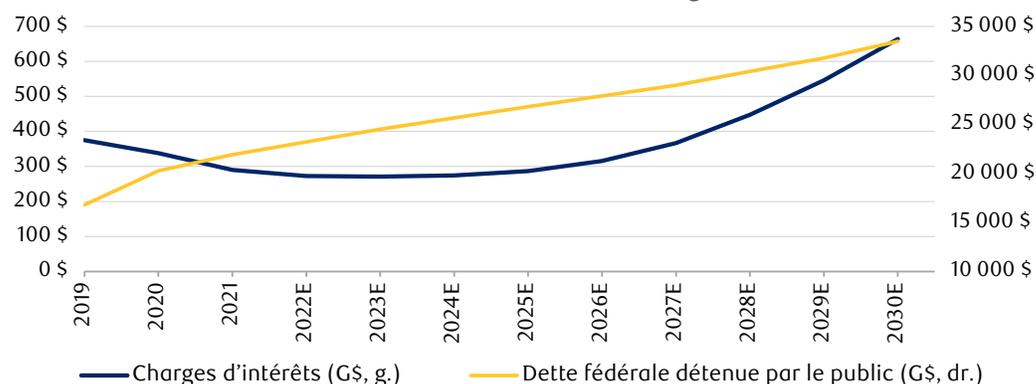
## Les frais du service de la dette réduiront la souplesse budgétaire, mais à long terme seulement

Un autre facteur rend la situation tolérable pour le moment, soit le fait que les frais du service de la dette sont relativement faibles et supportables pour la plupart des gouvernements, compte tenu de la faiblesse extrême des taux d'intérêt.

Les coûts de la dette fédérale des États-Unis ont en fait diminué cette année, malgré la hausse du montant total de l'encours de la dette. Il en est ainsi parce que bon nombre d'émissions

### Les coûts de la dette fédérale des États-Unis sont supportables

Les politiques de taux d'intérêt extrêmement faibles de la Réserve fédérale favorisent une diminution des frais d'intérêts, même si l'endettement total augmente



Sources : RBC Gestion de patrimoine, Congressional Budget Office ; données en septembre 2020

d'obligations d'État assorties de coupons beaucoup plus élevés arrivent à échéance et elles sont refinancées aux taux extrêmement faibles en vigueur actuellement. Selon les estimations du Congressional Budget Office, les coûts d'emprunt devraient diminuer davantage jusqu'en 2023 et demeurer bas pendant la majeure partie de la décennie en cours.

Pour sa part, RBC Gestion mondiale d'actifs n'entrevoit pas pour les dix prochaines années de hausse importante du coût du service de la dette, c'est-à-dire la part du PIB consacrée aux versements d'intérêts. Cette part devrait demeurer relativement modeste et grimper peu à peu à 2,5 % du PIB une dizaine d'années plus tard, à mesure que s'alourdit le fardeau de la dette. En d'autres termes, il ne faudra pas consacrer une portion beaucoup plus grande du PIB au paiement du service de la dette comparativement aux deux dernières décennies, durant lesquelles cette part représentait en moyenne 1,5 % du PIB. Le coût du service de la dette était plus élevé dans les années 1980 et pendant la première moitié des années 1990, périodes durant lesquelles plus de 3 % du PIB étaient alloués au service de la dette. Étant donné que les coûts du service de la dette augmenteront très peu en proportion du PIB, les pays du G-20 ne risquent guère à notre avis de connaître des défauts de paiement. Toutefois, leurs choix budgétaires deviendront sans doute progressivement plus limités.

Pour la période suivant la décennie en cours, soit pendant les années 2030, et compte tenu de l'alourdissement du fardeau de la dette publique, RBC Gestion mondiale d'actifs estime que la proportion du service de la dette des États-Unis par rapport au PIB atteindra un niveau quelque peu supérieur à la moyenne des dernières décennies. Cet accroissement limitera la capacité du gouvernement à réduire les impôts ou à investir dans des programmes souhaitables.

### Manque de volonté

Dans les démocraties avancées, nous pensons que les représentants élus et nommés ainsi que les électeurs résisteront difficilement à la tentation d'accroître l'endettement. Le moyen le plus facile semble être celui de l'augmentation des dépenses budgétaires et non celui de la retenue.

Les décideurs ne sont pas poussés à résoudre le problème parce que les coûts d'emprunt sur les marchés sont demeurés bas malgré l'explosion des niveaux d'endettement. Selon toute vraisemblance, le fardeau de la dette augmentera encore plus avec la mise en œuvre d'autres mesures de relance découlant de la COVID-19 et la venue inévitable d'autres crises.

Les États-Unis pourraient ignorer facilement l'accroissement de leur dette, vu que le statut de devise de réserve mondiale du dollar américain signifie qu'il existe toujours une demande sous-jacente de titres de créance américains de la part des investisseurs institutionnels et des gouvernements du monde entier. Étant donné que les États-Unis n'ont aucun mal à s'autofinancer et à imprimer de l'argent, ce pays pourrait être d'autant moins enclin à réduire son endettement ou à diminuer considérablement son rythme d'accumulation de dettes.

En Europe, les récentes mesures prises en vue d'une certaine forme de mutualisation de la dette (c.-à-d. responsabilité collective de tous les membres quant aux titres de créance émis pour financer des dépenses n'importe où dans l'Union européenne) pourraient unifier davantage les pays membres, qui seraient alors liés non seulement par la politique monétaire, mais également

par une politique budgétaire commune. Cette situation pourrait rendre les niveaux d'endettement plus supportables aux yeux des investisseurs.

En ce qui a trait aux marchés émergents, les pays très endettés qui dépendent fortement des prix des produits de base pourraient s'exposer davantage à des restructurations de dette ou à des défauts de paiement.

## Conséquences : baisse des taux d'intérêt, ralentissement de la croissance

La croissance persistante de l'endettement sera probablement l'un des facteurs qui inciteront les banques centrales à annihiler les taux d'intérêt à moyen et à long terme, accentuant ainsi le fardeau des épargnants et des investisseurs en titres à revenu fixe.

Selon RBC Gestion mondiale d'actifs, les taux d'intérêt devront être plus bas qu'avant pendant très longtemps, étant donné que les dettes publiques demeureront définitivement élevées et qu'il n'existe aucune façon évidente et relativement peu douloureuse de rembourser ces dettes. Les taux d'intérêt devraient augmenter au fil du temps, mais ils seront probablement plus bas qu'ils auraient pu l'être dans d'autres circonstances.

Malgré la faiblesse des taux d'intérêt, les niveaux d'endettement entraîneront fort probablement un plafonnement de la croissance économique.

Le Japon en est un bon exemple. Ce pays a accumulé de grandes dettes au fil du temps, atteignant 238 % du PIB en 2018 selon le ministère des Finances du Japon. Ce ratio s'est maintenu au-dessus de 200 % pendant dix ans. Cette situation, le déclin de la population active et la hausse proportionnelle du nombre de retraités sont considérés par beaucoup comme les principales raisons de la croissance économique anémique observée dans ce pays depuis une trentaine d'années. Le PIB réel du Japon a crû en moyenne de 1,3 % par année de 2010 à 2019, alors que la Chine et les États-Unis ont enregistré une croissance moyenne de 7,7 % et de 2,3 % respectivement durant la même période.

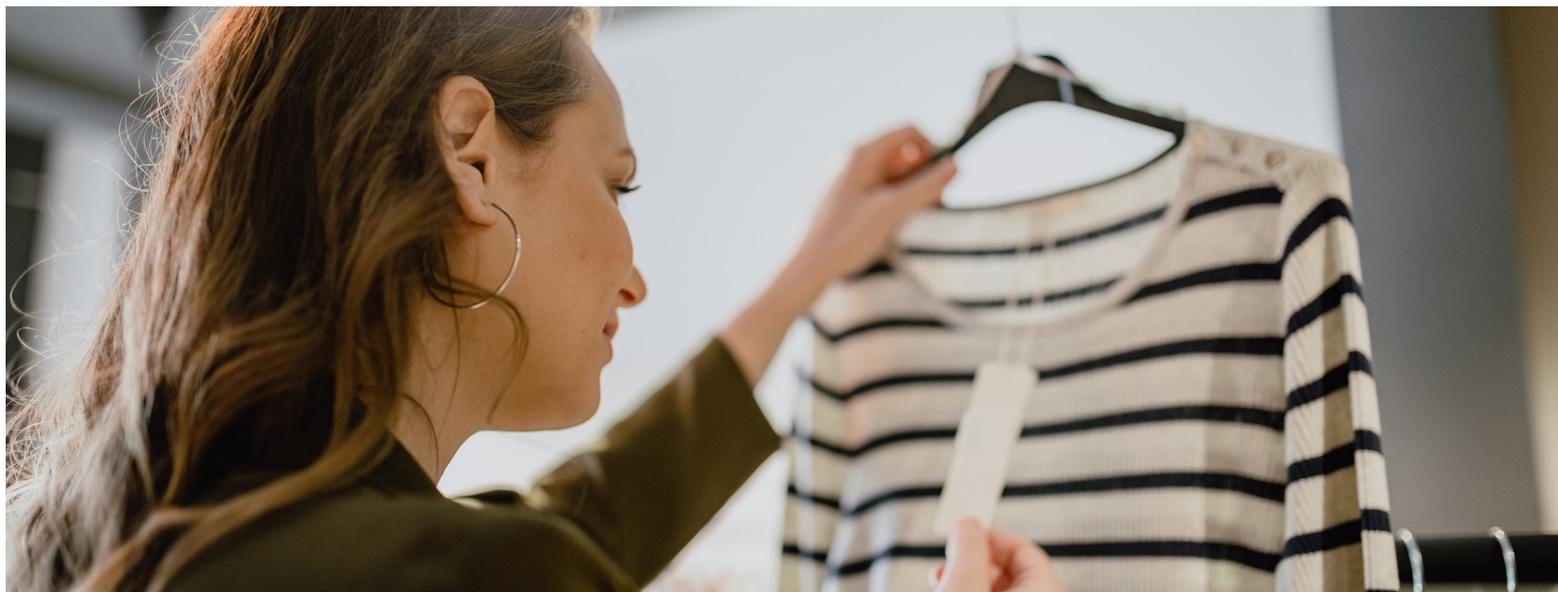
Par contre, le Japon a démontré que des niveaux élevés d'endettement peuvent s'avérer plus supportables qu'on le pense, du moins pendant un certain temps, même s'ils sont indésirables puisqu'ils freinent la croissance économique.

## Une hausse durable

Le milieu financier et les représentants gouvernementaux semblent accepter davantage les niveaux élevés d'endettement dans la foulée de la crise suscitée par la pandémie. D'un point de vue purement axé sur les bilans, nous croyons que les niveaux élevés d'endettement sont supportables à court et à moyen terme. Toutefois, même s'il est supportable pour l'instant dans la plupart des économies avancées, cet endettement limitera à tout le moins tôt ou tard la souplesse budgétaire des gouvernements et provoquera probablement une hausse des taux d'imposition.

L'alourdissement de la dette incitera vraisemblablement les responsables des politiques à réduire davantage les taux d'intérêt. Voilà l'une des grandes raisons pour lesquelles nous recommandons aux investisseurs d'envisager des stratégies tenant compte d'un contexte de faiblesse des taux d'intérêt qui pourrait persister plus longtemps qu'on aurait pu le croire de façon raisonnable. (Nous examinons de telles stratégies dans l'article « Titres à revenu fixe : une ère non révolue, mais différente » à la page 19.)

Plus la dette et le ratio dette/PIB augmenteront à long terme, plus les gouvernements et les contribuables s'aventureront en territoire inconnu. Nous ignorons où se situe le point de bascule entre les niveaux d'endettement supportables et insupportables. Jusqu'à présent, les marchés se comportent comme si ce point de bascule était encore bien loin.



## Inflation : mythe ou réalité ?

À l'occasion d'une discussion avec Tom Porcelli, économiste en chef, États-Unis de RBC Marché des Capitaux SARL, nous examinons les perspectives d'inflation dans le contexte de la réouverture de l'économie américaine. Quelle sera la trajectoire de l'inflation à partir de maintenant et quels types d'indicateurs les investisseurs devraient-ils surveiller pour évaluer la pression exercée sur les prix ?

**Jim Allworth :** Tom, l'indice des prix à la consommation (IPC) semble avoir fait des bons assez importants au cours des derniers mois. S'agit-il d'une tendance dont il faut s'inquiéter ou est-ce une situation temporaire ?



**Tom Porcelli**  
RBC Marchés des Capitaux  
New York, États-Unis

**Tom Porcelli :** Il ne faut pas oublier que le rebond de l'inflation fait suite à une période plus faible au printemps. Nous avons mis l'économie à l'arrêt, puis nous l'avons remise en marche. Aujourd'hui, l'inflation réagit à cette remise en marche. L'inflation a rebondi tandis qu'on rouvrait l'économie. Il importe d'ailleurs de souligner que pour la Fed, l'inflation récente n'a rien de dangereux. Je crois qu'elle sait très bien que nous sommes dans une période de normalisation, après un repli important de la croissance.

La vraie direction c'est « Qu'est-ce qui nous attend ? » Déjà, il faut dire que l'IPC fera sans doute un bond important au milieu de 2021 du fait de la faiblesse des données en 2020. Il pourrait tout à fait s'établir autour de 2,5 %, et nous prévoyons qu'il se maintiendra ainsi au deuxième semestre.

Et ce n'est qu'une estimation de base. Les perspectives pour 2021 sont maintenant plus prometteuses compte tenu des annonces récentes au sujet des vaccins. L'effet positif que ces nouvelles risquent d'avoir sur l'esprit des consommateurs pourrait inciter les ménages à piger dans leurs économies, qui ont atteint un niveau historique. Le cas échéant, la dynamique inflationniste sera très différente l'an prochain.

Mais qu'on se s'y trompe pas : nous ne souhaitons pas une inflation galopante et pernicieuse, mais juste assez d'inflation pour que le marché se demande quand la Fed interviendra.



**Jim Allworth**  
Vancouver, Canada  
jim.allworth@rbc.com

*Entrevue menée le 20 novembre 2020 ; éditée avant la publication.*

**Les investisseurs craignent que tout cet argent injecté dans l'économie par suite des importantes mesures de relance finisse par entraîner une période d'inflation dommageable. Ils avaient exprimé les mêmes préoccupations après la crise financière. Pourtant, l'inflation qui a suivi a été faible. Y a-t-il, dans la situation actuelle, un élément dont nous devrions nous méfier ?**

Je pense que beaucoup de gens ont comparé à tort les difficultés économiques du moment à la crise financière mondiale. Les deux périodes ont toutefois un aspect en commun, bien qu'il soit un peu différent, et il concerne l'inflation.

Je me souviens très bien que les gens s'inquiétaient de voir l'inflation grimper à cause de toutes les mesures de relance mises en place. Mais nous répétions sans arrêt que des obstacles empêcheraient ces mesures de servir de tremplin à l'inflation. À l'époque, les gens n'avaient pas envie d'emprunter et les banques n'avaient pas envie de prêter. C'est un facteur qui a définitivement cassé l'intensification des pressions inflationnistes.

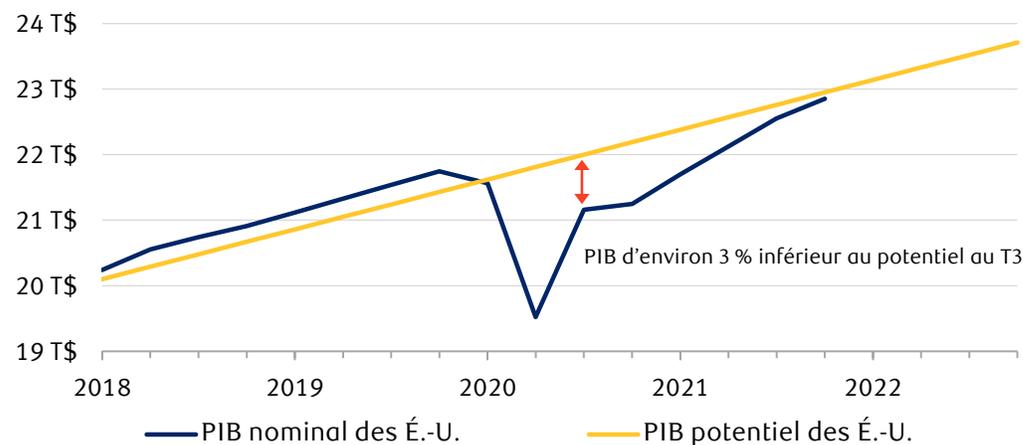
Aujourd'hui, l'obstacle est d'un autre ordre. Peu importe le train de mesures mises en œuvre, la relance ne se transformera en inflation que si l'économie tourne à plein régime. Et ce n'est pas le cas actuellement.

Pour bien comprendre cette notion, il est intéressant de comparer la croissance réelle au potentiel de croissance. En ce moment, nous sommes encore à 3 % en deçà de notre potentiel (voir le graphique) parce que certains pans de l'économie américaine sont toujours à l'arrêt. En théorie, la relance en elle-même peut être inflationniste. Dans la pratique, il faut lui ouvrir une porte pour qu'elle s'infilte dans l'économie.

Si par magie tout cela s'envolait, si l'économie atteignait une bonne vitesse de croisière et si le taux de chômage, encore très élevé aujourd'hui, continuait de s'améliorer de façon significative, alors là, oui, je crois qu'il y aurait lieu de s'inquiéter de l'inflation.

**PIB nominal des États-Unis et potentiel de croissance avant la COVID-19**

Billions de dollars



Sources : RBC Marchés des Capitaux, Réserve fédérale

**Il faut donc utiliser toute la capacité excédentaire de l'économie avant que le pouvoir de fixation des prix se trouve entre les mains des entreprises et des travailleurs ?**

Oui, mais je ne crois pas qu'il faille le voir du point de vue de la capacité, un concept qui appartient au secteur manufacturier, car l'économie américaine est dominée par les services. En effet, les services représentent environ 60 % du panier de l'IPC. Ainsi, pour avoir une bonne idée de la situation, il faut voir dans quelle mesure la capacité sur le plan des services est encore sous-utilisée, une information que les données sur l'utilisation de la capacité de la Fed ne donnent pas.

Il est donc préférable d'étudier la question de ce point de vue et de se demander à quel point l'économie est loin de son potentiel. Je pense que cette perspective nous renseigne bien sur l'utilisation des capacités dans l'ensemble de l'économie.

**À la fin du dernier cycle, une période où l'inflation se maintenait en deçà de la cible de 2 % de la Fed, vous aviez indiqué qu'en décortiquant les données, vous aviez constaté que les prix des biens baissaient tandis que ceux des services augmentaient à raison de 2,5 % ou 3 %.**

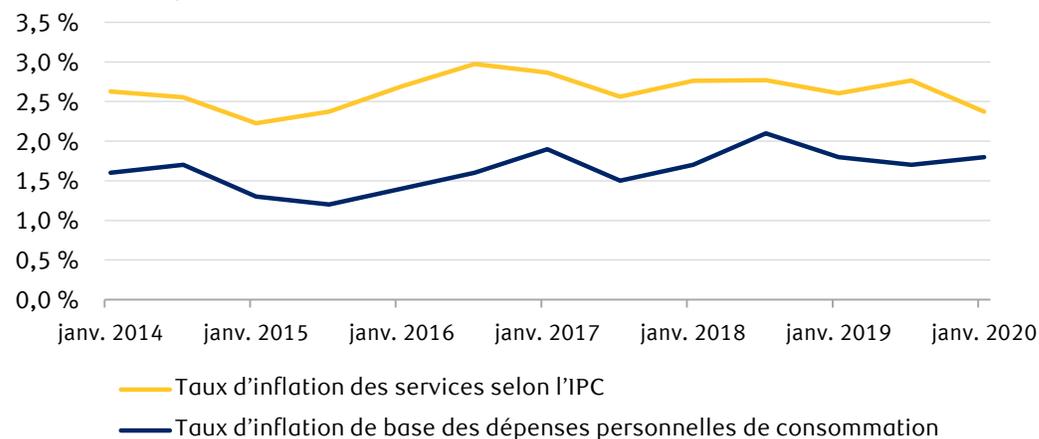
Je pense que cela illustre bien ce qui embête les gens qui regardent le rapport mensuel sur l'inflation et qui voient qu'elle reste en dessous de la cible de 2 % de la Fed.

Il y a deux volets à l'inflation : l'inflation des prix des biens et l'inflation des prix des services. Comme vous le disiez, avant le ralentissement, l'inflation des prix des services s'établissait entre 2,5 % et 3 %, tandis que les données sur l'inflation de base, suivies plus étroitement – en particulier l'indice de base des prix des dépenses personnelles de consommation que privilégie la Fed –, se maintenaient entre 1,5 % et 2 %.

Si vous voulez vraiment savoir quelle est la dynamique sous-jacente de l'inflation dans une économie axée sur les services, comme c'est le cas aux États-Unis, il faut regarder l'inflation des prix des services et en ce moment, elle s'établit à près de 3 %.

Les prix des biens, en revanche, subissent des pressions désinflationnistes depuis 20 ans. Ce n'est pas une supposition ; c'est bien réel et les chiffres en témoignent.

#### Aux États-Unis, l'inflation liée aux services devance l'inflation de base



Sources : RBC Marchés des Capitaux, Bureau of Labor Statistics des États-Unis ; données semestrielles prises en compte jusqu'à janvier 2020

**La question est de savoir pourquoi. La réponse se trouve aux États-Unis : comme ils produisent peu eux-mêmes, ils importent beaucoup de désinflation et beaucoup de biens, ce qui, j'en suis convaincu, nous ravit tous. De plus, bon nombre des pays qui exportent vers les États-Unis sont en mesure de produire des marchandises à des coûts beaucoup plus bas que ce que les manufacturiers américains pourraient faire. C'est la principale raison pour laquelle les États-Unis importent cette désinflation.**

Les gens doivent comprendre que les services constituent, et de loin, le volet le plus important de l'économie américaine. Ils représentent 60 % du panier servant à calculer l'inflation de base. En bref, il y a d'un côté cet énorme segment des services dont l'inflation est à près de 3 % et de l'autre, l'inflation de base, comprenant les services, qui augmente bien moins vite pour s'établir entre 1,5 % et 2 %. Voilà ce qui explique l'ampleur de la désinflation observée du côté des biens.

**Il y a une donnée qui demeure un peu mystérieuse, ou plutôt la façon dont on l'évalue, et c'est l'inflation des prix des actifs. Les banques centrales semblent faire comme si elle n'a pas d'importance ou à tout le moins ne pas s'en soucier. À votre avis, quelle est la position de la Fed à ce sujet ? Va-t-elle tenir compte de l'inflation des prix des actifs ?**

---

Je pense que la Fed, peu importe son président, s'est toujours soucieuse de l'inflation des prix des actifs. C'est toujours important.

Dans le contexte actuel, la Fed surveille de très près les déséquilibres qui surviendront sur les marchés des actifs. C'est là-dessus qu'elle fonde sa réflexion. Il ne suffit pas de dire que l'inflation des prix des actifs a telle ou telle répercussion. Il faut plutôt savoir si elle est révélatrice de déséquilibres qui pourraient constituer un risque pour l'économie. C'est presque invariablement ce qui éveillera l'attention de la Fed.

**Je constate que vous parlez presque exclusivement des États-Unis, mais cette espèce de danse dont vous avez parlé, à savoir la fermeture et la réouverture d'une économie, et les forces inflationnistes en présence sont les mêmes à peu près partout. De façon générale, les économies développées sont-elles dans la même situation que les États-Unis ?**

---

Oui, elles le sont à mon avis. Et vous savez, il y a un aspect relatif à l'inflation que nous n'avons pas abordé et qui touche la plupart des pays développés, dont les États-Unis : le vieillissement des populations. En vieillissant, les gens adoptent des habitudes et des comportements différents en matière de consommation. Ils dépensent moins. C'est un fait que nous avons observé dans bon nombre d'économies développées.

À ce titre, le Japon est sans doute celui qui vient immédiatement à l'esprit de la plupart des gens. Entre les années 1950 et le début des années 1990, l'économie japonaise progressait plus vite que les économies du reste du monde développé. À partir des années 1990, cependant, la population en âge de travailler a commencé à diminuer de sorte que les personnes de plus de 65 ans ont fini par être en majorité. Depuis, la croissance du PIB du Japon a été nettement plus lente que celle de l'Amérique du Nord et d'une grande partie des pays européens.

La même dynamique se joue maintenant en Europe. Les taux tendanciels de croissance ralentissent tandis que la population vieillit rapidement. Ces tendances sont moins marquées aux États-Unis, mais nous suivons la même voie.

J'adore cette excellente citation de Mark Twain : « L'histoire ne se répète pas, elle rime. » Je ne pense donc pas que les États-Unis souffriront nécessairement du même genre de désinflation que le vieillissement de la population a provoqué au Japon. D'autres facteurs expliquent la situation dans ce pays. Je crois cependant qu'il y aura des similitudes ou que les situations rimeront, si vous préférez.

Dans le cas des États-Unis, le seul vieillissement de la population pourrait faire passer les taux tendanciels de croissance économique d'environ 2 % aujourd'hui à près de 1 % au cours des décennies à venir. Et si nous négligeons cette dynamique, des forces désinflationnistes entreront en jeu.

**Comment peut-on contrer l'effet négatif de ce changement démographique ?**

---

On peut relever le défi qu'un tel changement pose de diverses façons. La façon la plus déterminante et aussi la plus efficace à mon avis consiste à faire croître la productivité.

Bien sûr, pour y parvenir, toutes les pièces du puzzle doivent être en place. En général, la solution en est une budgétaire. Ce n'est toutefois là qu'une des façons de régler le problème. Avant toute chose, les autorités fiscales doivent comprendre que nous nous dirigeons nous aussi dans cette direction.

Quiconque prend la peine de regarder verra le grand changement démographique à l'œuvre. Tôt ou tard, les décideurs à Washington devront se pencher sur la question. Mais je ne crois pas que le sujet ait été largement débattu avant la pandémie ou qu'il le soit maintenant. En fait, il faudra des années avant que l'on puisse créer les conditions qui favoriseront cet essor de la

productivité. Puis, il faudra encore attendre plusieurs années avant de voir les résultats de cette capacité de production accrue. Au final, je crois que nous paierons cher notre refus d'aborder le sujet.

**Si vous n'y voyez pas d'inconvénient, j'aimerais poursuivre dans cette veine. Est-il possible que la pandémie ait provoqué un gain de productivité que nous n'avions pas anticipé ? De nombreuses personnes qui travaillent à domicile depuis huit mois maintenant ont déclaré que leur productivité avait augmenté. La pandémie aurait-elle pu ouvrir la voie vers une meilleure productivité ?**

---

Chaque fois que de grands bouleversements se produisent, les gens sont amenés à réfléchir aux solutions qu'il faudrait mettre en place pour régler certains des problèmes à long terme auxquels leur industrie est exposée. L'industrie de la restauration en est un bon exemple. Plutôt que de tenir un menu dans nos mains, on peut maintenant le balayer avec son téléphone. De telles évolutions accroîtront presque assurément la productivité dans cette industrie. C'est le cas également de la livraison à domicile.

Le travail à domicile pourrait favoriser la productivité, tout comme l'adhésion massive à la vidéoconférence comme moyen de rencontrer des collègues, des clients et des fournisseurs.

De mon point de vue, les effets seront encore plus vastes. J'ajoute que certains changements éventuels sont difficiles à imaginer, surtout au regard de la situation actuelle. Je crois par ailleurs que nous évoluons dans un contexte différent du fait de la COVID-19.

**Terminons sur les éléments à surveiller. Y a-t-il des choses qu'il faudra surveiller relativement à l'inflation ?**

---

Avant même de penser voir l'inflation augmenter de manière durable, il faut que l'économie s'ouvre et qu'elle s'ouvre plus qu'elle l'est actuellement. C'est d'autant plus vrai que nous sommes en présence de courants contraires ; il y a d'une part les mesures de confinement en réponse à la deuxième vague et, d'autre part, l'optimisme suscité par les vaccins.

Quelles données pouvons-nous donc examiner pour évaluer la réouverture de l'économie ? Eh bien à mon avis, il y a toute une série de données à très haute fréquence qui seront très pertinentes. Par exemple, Open Table, une application de réservations au restaurant, fournit des données quotidiennes et pour chaque État. À partir de ces données, nous pouvons déterminer si un secteur particulièrement touché par la pandémie commence à s'ouvrir. Au début, ces données augmentaient à une vitesse folle. La courbe s'est toutefois aplatie au cours des dernières semaines et des derniers mois. Ce sera un indicateur très utile.

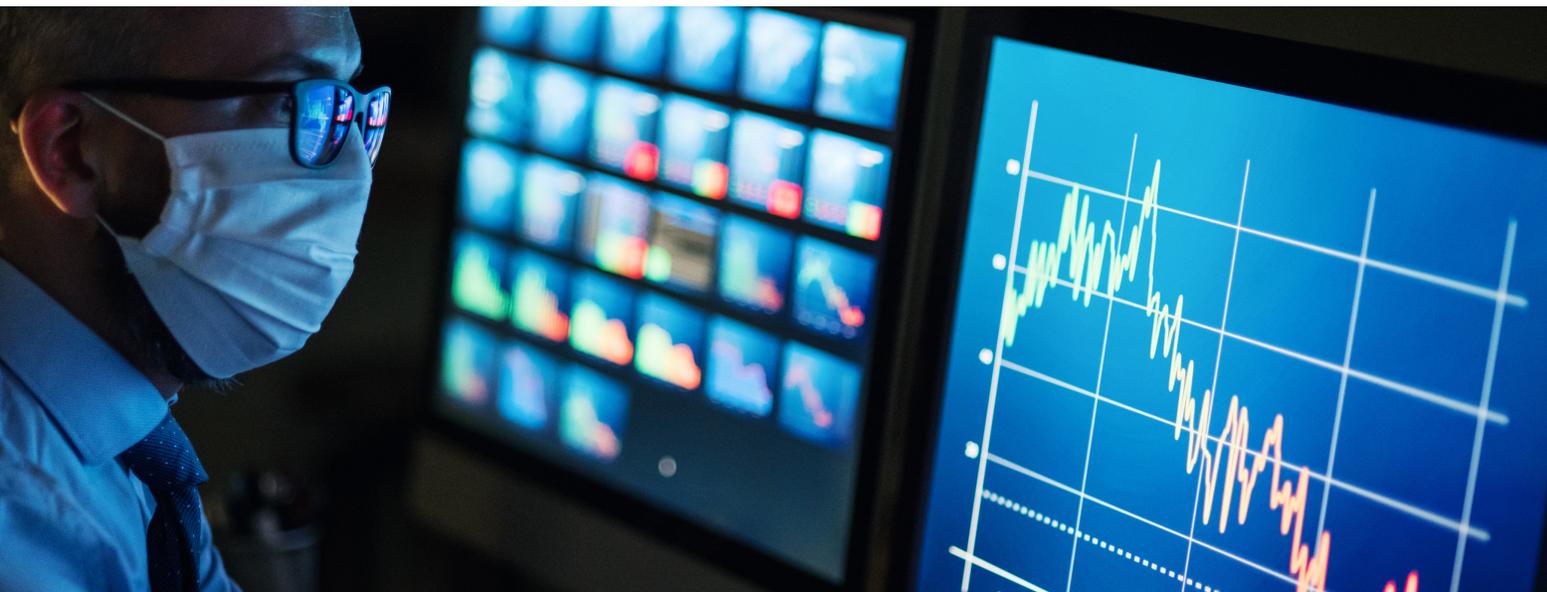
Ensuite, il y a les données sur l'utilisation des cartes de crédit, publiées chaque semaine, qui donnent la répartition sectorielle des dépenses. Il s'agit d'une source d'information précieuse sur les habitudes de consommation. À l'instar du taux de chômage, d'autres indicateurs relatifs à l'emploi, comme les inscriptions hebdomadaires au chômage et les demandes continues, ont redescendu après les sommets atteints au printemps. Aucun de ces indicateurs ne s'approche toutefois des faibles niveaux d'avant la COVID-19.

Il y a également plein d'autres données dont le nombre d'emplois disponibles et de mises à pied, le nombre moyen d'heures travaillées ainsi que des données sur le trafic automobile et le trafic aérien.

**Voilà une façon de considérer une question importante qui préoccupe beaucoup de gens. Merci beaucoup.**

---

En terminant, j'aimerais dire que ce n'est là que la partie émergée de l'iceberg. C'est un sujet de taille et la discussion risque de s'intensifier au cours des deux prochaines années. Nous sommes encore loin d'avoir fait le tour de la question. Cela dit, je crois que c'est un bon cadre pour ceux qui veulent examiner l'inflation d'un point de vue global.



## Titres à revenu fixe : une ère non révolue, mais différente

À cause de taux exceptionnellement bas, la recette du succès dans le passé pour les investisseurs en titres à revenu fixe pourrait ne plus fonctionner à l'avenir. Dans un contexte de réinvestissement difficile, nous estimons raisonnable de faire la distinction entre les titres sûrs et ceux qui produisent un revenu. Voyons donc comment les investisseurs peuvent établir cet équilibre.

### Le meilleur moment et le pire moment

En 2020, les nouvelles pour les investisseurs en titres à revenu fixe ont été tantôt bonnes, tantôt mauvaises. Ce qui est réjouissant, c'est que la plupart des portefeuilles de titres à revenu fixe ont inscrit des rendements totaux largement supérieurs à leurs rendements en revenu de départ du début de l'année, étant donné que la chute des taux a fait grimper les prix des obligations. Par contre, les rendements en revenu de départ pour l'année 2021 sont beaucoup moins élevés et le contexte de réinvestissement est plus difficile.

Heureusement, on peut utiliser de nombreux instruments à revenu fixe pour atteindre ses objectifs financiers. Compte tenu de la faiblesse actuelle des taux d'intérêt, nous pensons qu'il est raisonnable de distinguer les différents titres en portefeuille selon leur rôle : procurer une certaine sécurité ou produire un revenu. Les obligations de grande qualité et les titres apparentés à des liquidités sont des sources de sécurité et peuvent générer des fonds en période de volatilité sur le marché. Afin de préserver le revenu global ainsi que le pouvoir d'achat, ces placements à faible rendement peuvent être contrebalancés par des titres subordonnés et de qualité inférieure qui sont assortis d'un taux plus élevé.

### Tendance baissière

En 2020, les taux obligataires ont poursuivi leur baisse tendancielle amorcée il y a 40 ans. Les taux des obligations d'État à court terme ont fléchi, car les banques centrales ont abaissé leurs taux directeurs en raison de la pandémie de COVID-19, tandis que les taux des obligations d'État à long terme ont chuté à cause de la révision à la baisse des prévisions de croissance économique. Alors qu'avait lieu une reprise de l'économie et des marchés financiers, les achats d'obligations d'État par les banques centrales ont maintenu les taux des titres gouvernementaux à long terme près de leurs creux du mois de mars. Pour leur part, les taux des obligations de sociétés, qui avaient fortement augmenté en mars, ont fait marche arrière et ont diminué de façon soutenue



**Christopher Girdler, CFA**  
Toronto, Canada  
christopher.girdler@rbc.com



**Mikhial Pasic, CFA**  
Vancouver, Canada  
mikhial.pasic@rbc.com

tout au long de l'année, car les investisseurs se sont tournés vers cette catégorie d'actif afin d'accroître leurs rendements.

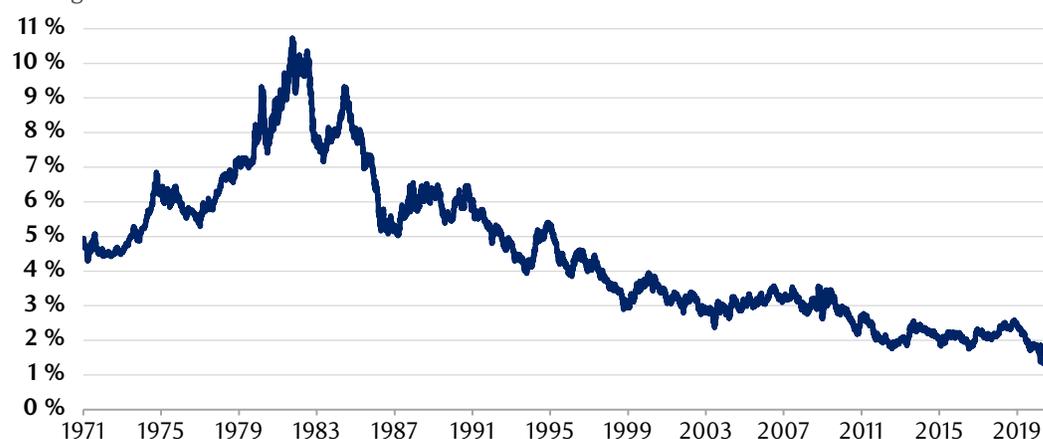
Grâce à ces conditions de marché plus favorables, les sociétés ont eu l'occasion de proroger l'échéance de leurs titres de créance. Cette situation a été observée à l'échelle mondiale, comme en témoigne le recul du rendement en revenu de l'indice global des obligations mondiales Bloomberg Barclays lors des deux dernières années. À la fin d'octobre 2018, le rendement en revenu de l'indice était d'environ 2,25 %. À la fin d'octobre 2020, il était inférieur à 1 %.

## La production de revenu est plus difficile

Le graphique suivant, qui montre le profil de revenu combiné d'un portefeuille composé à parts égales d'actions et d'obligations américaines, illustre le défi auquel seront confrontés les investisseurs axés sur le revenu en 2021. Ce revenu combiné a diminué au fil du temps, principalement à cause des titres à revenu fixe, car les taux obligataires, soit ceux des obligations d'État américaines à dix ans, sont passés de plus de 10 % à moins de 1 %. Le recul annuel moyen des taux, qui a été d'environ 25 points de base (pb), a favorisé la réalisation de gains en capital pour les porteurs d'obligations, mais les gains passés ne contribuent pas à la production de rendements futurs. Les objectifs des investisseurs n'ont pratiquement pas changé non plus au fil des ans. Il en résulte un contexte de placement qui, selon nous, requiert une approche plus nuancée.

### La diminution des taux a réduit le profil de revenu des portefeuilles équilibrés

Profil de revenu d'un portefeuille hypothétique composé à 50 % d'actions américaines et à 50 % d'obligations du Trésor à 10 ans



Source : Bloomberg. Le rendement en revenu des actions américaines correspond au rendement en dividendes de l'indice S&P 500. Données prises en compte jusqu'au 2 novembre 2020

## Pas de réponse unique : diviser les titres qui procurent de la sécurité et ceux qui produisent un revenu

Nous sommes d'avis que les investisseurs qui élaborent un portefeuille de titres à revenu fixe dans ce contexte exceptionnellement difficile devraient diviser leurs placements selon leur rôle : la préservation du capital ou la production de revenu. Dans le cadre de cette approche, le portefeuille est composé d'une variété de titres, soit ceux qui apportent une source de fonds en période de volatilité sur le marché, et les placements à taux supérieur qui représentent une source de flux de trésorerie, contribuant à ce que les rendements suivent le rythme de l'inflation. Tous les investisseurs peuvent recourir à cette approche, qui peut mettre en jeu des obligations, des fonds communs de placement et des fonds négociés en bourse, ou une combinaison des trois.

### Sécurité

#### Essentielle pour les investisseurs qui doivent accéder à leurs fonds

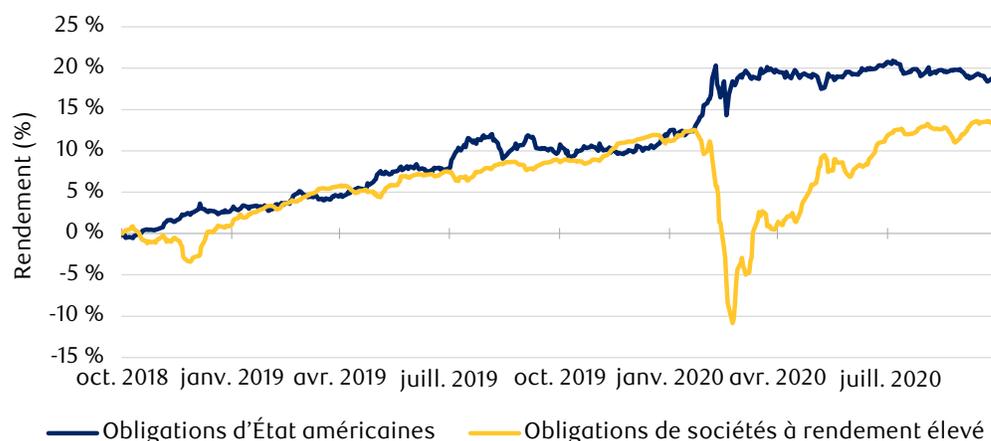
Les obligations de grande qualité et les titres apparentés à des liquidités peuvent être des sources de sécurité et générer des fonds en période de volatilité sur le marché. Ils revêtent une importance cruciale pour les investisseurs qui devront engager des dépenses à des moments précis, car ils permettent de répondre à ces besoins sans réduire le capital de façon permanente, comme cela pourrait être le cas si les investisseurs étaient contraints de liquider des actifs dont les prix sont susceptibles de fluctuer davantage en période de volatilité financière.

### Tranquillité d'esprit et souplesse

Même pour les investisseurs qui ne prévoient pas de dépenses précises, les placements à faible volatilité procurent un avantage considérable en matière de gestion de portefeuille, qui va au-delà de l'uniformisation des rendements. Il s'agit de la capacité d'utiliser les titres de grande qualité comme source de fonds après les périodes de volatilité sur le marché financier. Cet atout procure aux investisseurs la souplesse nécessaire pour saisir les occasions de se tourner vers des titres dont les cours ont fortement diminué.

Un excellent exemple d'une telle occasion s'est présenté en mars 2020. À ce moment, les rendements des obligations d'État étaient supérieurs d'au moins 25 % à ceux des titres à rendement élevé. Il y a deux ans, dans nos *Perspectives mondiales 2019*, nous avons déconseillé la recherche de rendements du côté des obligations de qualité inférieure, car leurs évaluations étaient telles que même un rajustement modeste des prix aurait pu effacer le rendement supplémentaire que procuraient ces titres. L'évolution des prix en février et en mars 2020 illustre ce à quoi peut ressembler une telle période. Dans la foulée du rajustement des prix, le rendement en revenu de l'indice d'obligations à rendement élevé de sociétés américaines Bloomberg Barclays a été pendant deux mois supérieur à 8 %, ce qui représente un écart d'au moins 700 pb par rapport aux taux des obligations d'État, inférieurs à 1 %.

### Les obligations d'État ont largement surpassé les obligations de sociétés à rendement élevé au premier trimestre, marqué par les tensions sur le marché



Source : Bloomberg. Rendements totaux indiqués : rendement des titres du Trésor américain selon l'indice des effets du Trésor américain Bloomberg Barclays ; rendement des obligations de sociétés à rendement élevé selon l'indice d'obligations à rendement élevé de sociétés américaines Bloomberg Barclays. Données prises en compte jusqu'au 30 octobre 2020

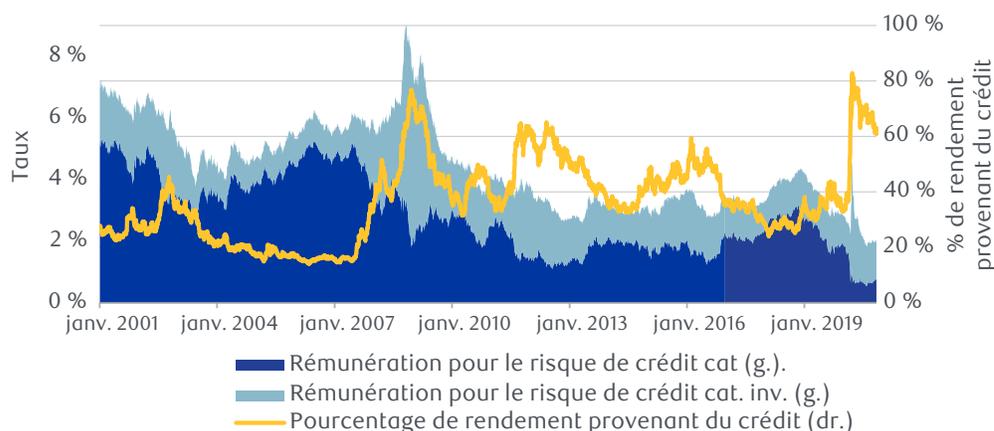
### Revenu

#### Un rôle essentiel pour répondre aux besoins en revenu et préserver le pouvoir d'achat

Les placements « sûrs » peuvent être contrebalancés par les titres à rendement élevé dans le but d'accroître le revenu de placement et ainsi conserver le pouvoir d'achat du capital total investi. Puisque les taux des obligations d'État de la plupart des pays avancés se situent près de zéro, nous croyons que les titres plus risqués – assortis de taux allant de 5 % à 10 % et caractérisés par des cotes de crédit moins élevées et une position subordonnée dans la structure du capital – peuvent aider les investisseurs à obtenir des rendements suivant le rythme de l'inflation.

Le rendement supplémentaire offert par les obligations de sociétés par rapport aux obligations d'État (soit la rémunération pour le risque de crédit) reste proche des moyennes historiques, même si les taux des obligations d'État se situent à des creux records. La rémunération pour le risque de crédit constitue la part du lion du taux de nombreuses obligations. Ainsi, elle représentait seulement 25 % du rendement en revenu total de l'indice des obligations de sociétés américaines Bloomberg Barclays lorsque celui-ci produisait un rendement en revenu de plus de 4 % en 2018. Ce même indice rapportait un rendement en revenu de 2 % à la fin d'octobre 2020, mais la rémunération pour le risque de crédit génèrait près des deux tiers de ce rendement. Même si elle est loin d'être parfaite, cette méthode d'évaluation permet de se pencher sur l'une des raisons pour lesquelles les investisseurs ont récemment manifesté un solide appétit pour les obligations de sociétés à rendement élevé.

## La rémunération pour le risque de crédit représente une large part du rendement en revenu total



Source : Bloomberg. La rémunération du risque de crédit est mesurée en comparant l'écart corrigé en fonction des clauses optionnelles et le rendement en revenu total ; l'écart corrigé en fonction des clauses optionnelles et le pire rendement en revenu de l'indice des obligations de sociétés américaines Bloomberg Barclays sont pris en compte dans le calcul. Données prises en compte jusqu'au 4 novembre 2020

### Méfiez-vous du « coût caché » des titres à rendement élevé

La volatilité des prix compte parmi les inconvénients des titres à rendement élevé. Ce « coût » peut être caché pendant de longues périodes, mais quand des liquidations se produisent sur le marché, les titres à revenu fixe à rendement élevé sont habituellement corrélés avec les actions. Pour faire face à cette éventualité, qu'il faut garder à l'esprit, les investisseurs peuvent combiner des titres à rendement élevé et des titres sûrs pour éviter que leur portefeuille soit trop concentré.

Il est également possible de faire l'acquisition d'une variété d'actifs productifs de revenus pour répartir le risque entre différentes structures de produit et différents secteurs. Voici un exemple simple : des investisseurs cherchant à prendre des risques liés au crédit pour bonifier leurs rendements pourraient effectuer 100 % de leurs placements à revenu fixe dans des obligations de sociétés de catégorie investissement assorties d'un taux de 2 %, ou obtenir le même rendement en effectuant le quart de leurs placements à revenu fixe dans des obligations à rendement élevé et le reste en obligations d'État. Il existe différentes façons d'obtenir le résultat escompté.

### Théorie et pratique

Si le classement des titres à revenu fixe est fonction de leur niveau de risque – obligations d'État, obligations de sociétés de catégorie investissement, obligations de sociétés de qualité inférieure –, il serait faux de croire qu'il existe une ligne de démarcation claire entre chaque catégorie du point de vue du risque. Cette distinction peut être évidente dans les extrêmes (par exemple, des obligations d'État à court terme d'un côté et de l'autre, les obligations à long terme émises par une société de qualité inférieure très endettée), mais nous croyons que la plus grande partie des décisions portent sur des placements situés entre ces deux extrêmes.

On peut étendre le concept du spectre du risque à un portefeuille contenant des actions. De nombreux investisseurs préfèrent un portefeuille axé sur les actions pour la production de revenu, mais plus le portefeuille table sur les actions pour obtenir un revenu et une croissance, plus il devient important d'obtenir une sécurité suffisante dans la composante des titres à revenu fixe.

### Il est nécessaire d'établir un équilibre

La tâche consistant à concilier la sécurité et la liquidité avec la production de revenu requiert une attention accrue dans le présent contexte. Les investisseurs qui privilégient exagérément la liquidité sont susceptibles d'obtenir des rendements inférieurs en raison de la faiblesse actuelle des taux d'intérêt. En revanche, ceux qui accordent la priorité au revenu au détriment de la liquidité risquent davantage de voir grimper la volatilité des cours des titres en portefeuille. Lorsqu'une importance exagérée est accordée à l'un ou l'autre objectif, ce qui se traduit par un revenu insuffisant ou une volatilité plus élevée qu'on le voudrait, les investisseurs peuvent rater leurs objectifs à long terme. Il est particulièrement important d'établir le juste équilibre au sein d'un portefeuille dans le contexte actuel, alors qu'il est difficile d'atteindre le double objectif de la sécurité et du revenu en misant sur un seul type de placement.

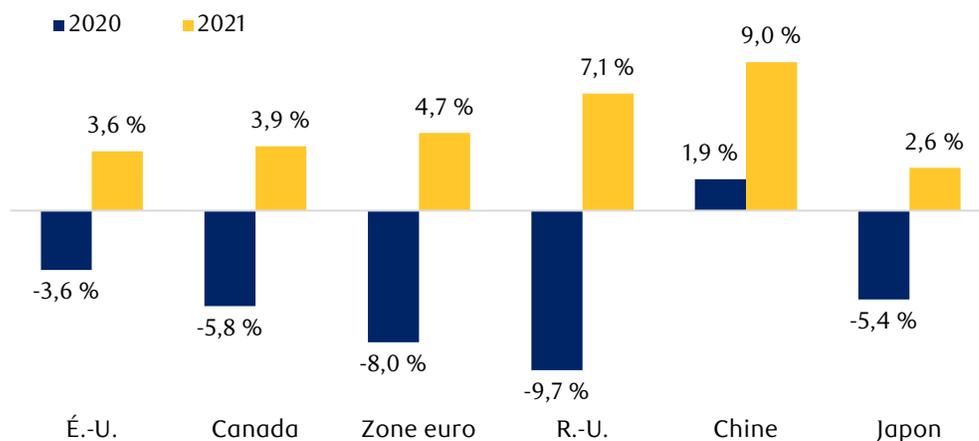


## Position de RBC en matière de placements

Les dommages causés à l'économie par la COVID-19 devraient s'estomper considérablement en 2021, tandis que la confiance envers un retour à un contexte social et commercial familier devrait croître. Selon nous, les banques centrales et les gouvernements hésiteront à délaissier leurs politiques expansionnistes d'ici à ce que la reprise de l'économie mondiale soit fermement amorcée.

Les États-Unis et les autres grandes économies ont récupéré une part appréciable de la production perdue lors de la récession de 2020 causée par la COVID-19 ; par ailleurs, la production de l'économie chinoise atteint de nouveaux sommets. Selon nous, la reprise en forme de V qui a débuté en mai dans la plupart des pays fera place à une phase de croissance moins vigoureuse et possiblement marquée de soubresauts. Cela dit, la production de toutes les grandes économies semble en bonne voie de renouer avec ses sommets précédents, et ce, beaucoup plus rapidement qu'après la crise financière mondiale. Le maintien de taux d'intérêt exceptionnellement bas devrait favoriser la progression des cours boursiers et rendre moins intéressants les placements à revenu fixe. Vous trouverez ci-dessous nos réflexions sur la façon d'orienter les portefeuilles en 2021 par catégorie d'actif et par région, ainsi que nos prévisions à l'égard des devises et des marchandises.

### Prévisions de RBC pour la croissance du PIB réel (sur 12 mois)

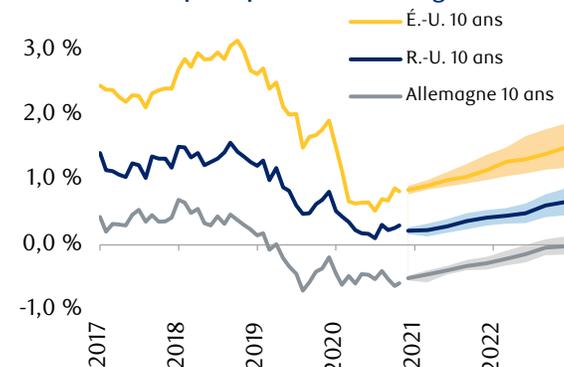


Source : RBC Gestion mondiale d'actifs ; données en novembre 2020

## Titres à revenu fixe

Les grandes banques centrales maintiendront probablement leurs programmes de relance en 2021, mais dans un contexte où l'on s'inquiète du fait qu'elles approchent déjà de leurs limites, il faut s'attendre à ce que les décideurs peaufinent les programmes actuels de manière à fournir l'aide la plus efficace et la plus ciblée possible pour soutenir la reprise. Même si la Banque d'Angleterre se penche sur le bien-fondé des taux négatifs, il est peu probable que ceux-ci deviennent la solution. Nous croyons que le soutien proviendra principalement de l'élargissement des programmes d'achat d'actifs et de prêt.

## Les prévisions de rendement montrent que la route vers la reprise pourrait être longue



Sources : RBC Gestion de patrimoine, sondage réalisé par Bloomberg en novembre 2020 ; données prises en compte jusqu'au 20 novembre 2020 ; les prévisions portant sur la période du T4 2020 au T4 2022 sont les estimations médianes ; les parties ombrées représentent la fourchette centrale des prévisions.

## États-Unis

Thomas Garretson, CFA – Minneapolis

thomas.garretson@rbc.com

- En raison de l'impasse politique, le soutien budgétaire sera limité en 2021 et le fardeau de la relance retombera sur la Fed. Peu importe l'arrivée d'un vaccin ou la vigueur de la reprise, la Fed devra selon nous maintenir les taux directeurs à 0 % pendant des années. Les achats d'actifs devraient se poursuivre, mais nous pensons que la Fed se tournera vers les obligations du Trésor à plus long terme afin de stabiliser les taux et de stimuler encore davantage l'économie.
- Même si les politiques de la Fed devraient servir d'ancrage aux taux des obligations du Trésor, nous nous attendons à ce que les taux augmentent et à ce que les courbes s'accroissent du fait de l'amélioration des attentes relatives à la croissance et à l'inflation en 2021, mais à un rythme très lent. En somme, les obligations du Trésor à 10 ans devraient rester en deçà de 1,25 % pour le reste de 2021.
- Nous croyons que les marchés du crédit continueront d'être bien soutenus tout au long de l'année, puisque la Fed devrait maintenir ses programmes de prêt, auxquels s'ajouteront des valorisations élevées sur les marchés boursiers et une reprise continue. Toutefois, les valorisations actuelles des titres à revenu fixe reflètent déjà cette situation : les écarts de crédit, ou la rémunération offerte pour le risque de crédit par rapport aux obligations du Trésor, sont inférieurs aux moyennes historiques. Comme il est peu probable que les taux des obligations du Trésor montent en flèche, nous pensons que les investisseurs devraient se tourner vers les actions privilégiées pour obtenir un revenu supplémentaire dans un contexte de faiblesse des taux.

## Canada

Christopher Girdler, CFA – Toronto

christopher.girdler@rbc.com

- La courbe de rendement des obligations d'État du Canada demeure à des planchers records dans sa partie rapprochée à cause des taux directeurs de la banque centrale, tandis que les taux de titres à plus longue échéance ont varié davantage au fil de l'année. Les taux étant si peu attrayants, nous recommandons les obligations traditionnelles du gouvernement du Canada pour leurs caractéristiques de liquidité, mais ne vous attendez pas à en obtenir des revenus. Nous continuons de nous concentrer sur les obligations à rendement réel, étant donné que le coût de la protection contre l'inflation demeure relativement peu élevé au Canada.
- Au fil des mois, les obligations de société ont perdu de leur attrait. Au Canada, l'indice des obligations de sociétés Bloomberg Barclays affiche un rendement de moins de 2 % et une échéance moyenne d'environ neuf ans, ce qui est supérieur à ce qu'offrent les obligations d'État, mais le segment ne nous emballe pas tant à l'approche de 2021.

- Les actions privilégiées demeurent l'un des rares secteurs du marché canadien des titres à revenu fixe où les investisseurs peuvent obtenir des rendements situés entre 4 % et 6 %. Nous croyons que la combinaison d'une demande régulière de revenus et d'une offre réduite d'actions privilégiées découlant du refinancement soutiendra les prix en 2021. Il faut toutefois savoir que les actions privilégiées sont très sensibles aux changements d'humeur du marché. Une plus grande position en actions privilégiées devrait être jumelée à des valeurs sûres pour obtenir un portefeuille axé sur la production de revenus et la protection.

## Europe et Royaume-Uni

Alastair Whitfield – Londres

alastair.whitfield@rbc.com

- La Banque centrale européenne (BCE) et la Banque d'Angleterre ont pris des mesures importantes qui, associées au soutien budgétaire conséquent accordé par les gouvernements nationaux et à l'UE, ont permis d'ancrer les attentes relatives aux taux d'intérêt, tout en soutenant les dépenses publiques, le refinancement des prêts aux entreprises et les ménages en 2020.
- Au cours des prochains mois, l'Europe devra encore composer avec une reprise inégale et la réouverture des économies de certains pays. Les perspectives sont cependant favorables compte tenu des fortes mesures de relance monétaire et budgétaire communes dans l'ensemble de la zone euro et de la prolongation éventuelle des programmes de la BCE.
- Au Royaume-Uni, la fin de la période de transition signifie que le pays quitte pour de bon le marché unique de l'UE. C'est annonciateur de perspectives de croissance difficiles qui pourraient amener la Banque d'Angleterre à faire davantage pour soutenir l'économie. Au mieux, nous nous attendons à des fluctuations du marché dans une fourchette, mais les faibles taux de 2020 pourraient être battus.
- Les investisseurs sont devant une situation marquée par de faibles taux et des courbes plates à l'aube de 2021. Dans ce contexte, nous continuons de privilégier les titres de créance de sociétés aux obligations d'État, et nous adoptons une approche souple et tactique dans notre sélection des titres de créance. Les secteurs cycliques profitent de la reprise, qui s'accéléra tranquillement durant le premier semestre de l'année prochaine. À l'inverse, les secteurs les plus défensifs qui ont bien fait pendant la pandémie pourraient commencer à fléchir.

## Asie-Pacifique

Chun-Him Tam – Singapour

chunhim.tam@rbc.com

- Nous croyons que les obligations asiatiques seront particulièrement attrayantes en 2021, notamment en raison de l'équilibre entre la récompense et le risque qu'elles offrent. La relance économique de l'Asie a été dominée par la Chine, où un impressionnant rebond en forme de V est en cours. Le PIB a monté en flèche, affichant une hausse de 3,2 % et de 4,9 % d'une année sur l'autre aux deuxième et troisième trimestres, respectivement, après une contraction de 6,8 % au premier. Lors de la cinquième session plénière du 19<sup>e</sup> Congrès du Parti qui s'est tenue fin octobre, le gouvernement chinois a mis l'accent sur son objectif de soutenir une croissance de qualité dans le cadre de son plan national d'expansion économique et sociale pour 2021-2025.
- Dans le contexte actuel de taux d'intérêt nuls, nous pensons que les investisseurs poursuivront leur quête de rendement. Les obligations asiatiques offrent ce qui est selon nous un rendement supérieur attrayant par rapport aux marchés développés. D'un point de vue économique, l'Asie est mieux placée que d'autres régions de marchés émergents, comme l'Amérique latine, l'Europe centrale et orientale, le Moyen-Orient et l'Afrique.
- En Asie, nous privilégions les obligations à rendement élevé aux obligations de catégorie investissement. Le rendement de 7 % à 8 % sur le marché des titres à rendement élevé est attrayant, mais nous mettons les clients en garde : la route pourrait être houleuse. Les investisseurs doivent être alertes et sélectifs, car les risques accrus liés à la COVID-19, aux tensions commerciales et au fardeau de la dette persistent. Nous croyons cependant que ces risques sont limités.

## Actions

Nos prévisions pour 2021 présentent des rendements boursiers intéressants et une forte croissance des bénéfices puisque les obstacles économiques liés à la COVID-19 tombent. Dans les 12 à 18 mois suivant la fin d'une récession, la croissance des bénéfices s'effectue en général très rapidement. Les actions des principaux marchés ont en partie pris en compte cette amélioration des perspectives, mais pas entièrement. Le maintien de taux d'intérêt exceptionnellement bas devrait contribuer à ce que les valorisations soient supérieures à la moyenne et faire des actions la catégorie d'actif privilégiée en 2021. Nous recommandons de maintenir une surpondération en actions.

## Ratio cours/bénéfice (C/B) des principaux indices boursiers

Indice	Ratio C/B prévisionnel	Moyenne sur 10 ans
S&P 500	21,2x	15,8x
S&P de 600 sociétés à petite capitalisation	20,8x	18,4x
Indice composé S&P/TSX	17,1x	15,0x
STOXX Europe 600	17,7x	13,7x
Indice toutes les actions FTSE	15,4x	13,1x
Hang Seng	11,6x	10,8x
Indice composite de la Bourse de Shanghai	13,4x	11,0x
TOPIX	17,7x	13,5x

Sources : Bloomberg, Refinitiv I/B/E/S (S&P 500) ; données prises en compte jusqu'au 23 novembre 2020 ; elles représentent les ratios C/B fondés sur les prévisions générales des bénéfices pour les 12 prochains mois.

## États-Unis

Kelly Bogdanova – San Francisco

kelly.bogdanova@rbc.com

- Malgré les défis persistants liés à la COVID-19, un certain nombre d'indices économiques continuent de progresser dans la bonne direction, quoiqu'à un rythme inégal. Nous nous attendons à ce que les bénéfices des sociétés et les indices d'actions américaines gagnent du terrain à mesure que la situation économique se stabilisera, soutenue par les politiques monétaires très accommodantes en place, une nouvelle série de mesures de relance budgétaire et l'atténuation des problèmes causés par la COVID-19.
- Les prévisions générales de bénéfices du S&P 500, à 168 \$ l'action pour 2021, nous semblent raisonnables et représenteraient une croissance d'environ 20 % d'une année sur l'autre une fois que nous connaissons les résultats finaux de 2020. Si ces prévisions se concrétisaient, les bénéfices atteindraient un niveau record, dépassant le sommet de 163 \$ l'action atteint en 2019, soit avant la pandémie.
- La valorisation du S&P 500, qui est de 21,2 fois les bénéfices d'après les prévisions générales, est supérieure à la moyenne, une situation inconfortable, mais elle ne devrait pas empêcher l'indice de progresser étant donné que les taux d'intérêt sont susceptibles de demeurer extrêmement bas. Nous croyons que les valorisations boursières resteront élevées, car de plus en plus d'investisseurs se rendent compte que les rendements des titres à revenu fixe sont limités. Au début de 2021, nos portefeuilles d'actions contiendront des titres provenant de secteurs cycliques (sensibles à l'économie) et défensifs qui versent des dividendes. Nous surpondérerons les actions américaines.

## Canada

Patrick McAllister, CFA – Toronto

patrick.mcallister@rbc.com

- Un retour à la normale plus solide que prévu, comme celui que procurerait un vaccin efficace contre la COVID-19, pourrait être un puissant facteur de rendement pour le marché boursier canadien en 2021. L'indice composé S&P/TSX se négocie à un taux de valorisation nettement inférieur à celui de certains marchés développés. En outre, si les investisseurs estimaient que la relance économique pourrait être plus durable que prévu, ils auraient davantage confiance dans certains secteurs clés du marché intérieur, ce qui favoriserait la valorisation.
- Les six grandes banques ont accumulé 21 milliards de dollars canadiens en provisions pour prêts douteux au cours de trois trimestres de l'exercice 2020. Si les perspectives économiques s'éclaircissent, les pertes sur prêt réelles pourraient être moins importantes que ce que l'on craignait, et nous pourrions voir une partie de ces provisions se transformer en bénéfices. Ce n'est pas notre hypothèse de base, mais c'est un exemple de ce que d'autres preuves d'une croissance économique soutenue pourraient apporter au plus grand groupe industriel du Canada.
- La pondération du secteur de l'énergie dans l'indice de référence s'est érodée au cours des dernières années, mais une amélioration du rendement pourrait favoriser les actions

canadiennes. Selon les prévisions de RBC Marchée des Capitaux, les prix du brut pourraient prendre une trajectoire haussière, une hypothèse raisonnable dans l'éventualité d'un accroissement de la demande, qui permettrait d'écouler les stocks de pétrole et de produits raffinés. Nous recommandons une pondération neutre des actions canadiennes.

## Europe et Royaume-Uni

Frédérique Carrier – Londres

frederique.carrier@rbc.com

- Nous recommandons le maintien d'une pondération neutre pour les actions européennes et les actions du Royaume-Uni. Les deux économies connaissent un hiver difficile à cause de la COVID-19, mais selon des perspectives sur 12 mois, elles devraient se rétablir à mesure que les taux d'infection diminueront et que les effets du soutien monétaire et budgétaire se feront sentir.
- En Europe, le plan de sauvetage historique de 750 milliards d'euros, soutenu par la dette commune de l'UE, devrait garantir la disponibilité de l'aide au premier semestre 2021. Nous croyons que l'embellissement des perspectives économiques favoriserait les secteurs cycliques, comme certaines sociétés industrielles appuyées par des tendances à long terme, et les catégories de produits de luxe et de sport pour lesquelles les données fondamentales à long terme semblent structurellement attrayantes. À long terme, nous privilégions les soins de santé, un secteur favorisé par la démographie et la hausse des dépenses mondiales en soins de santé, ainsi que les sociétés axées sur les énergies renouvelables du secteur des services publics, car les gouvernements ciblent les investissements durables et les secteurs écologiques.
- Le Royaume-Uni continue de s'adapter à sa sortie du marché unique de l'UE, et nous pensons que son économie saura traverser cette période difficile.
- L'indice toutes les actions FTSE a affiché un rendement inférieur depuis le référendum sur le Brexit de 2016, et les valorisations sont attrayantes par rapport à celles d'autres marchés développés. De plus, nous prévoyons que les dividendes feront un rebond appréciable au cours de la prochaine année, car de nombreuses sociétés devraient rétablir leurs versements à mesure que les perspectives s'ouvriront.
- Nous donnons la priorité aux sociétés britanniques bien positionnées pour profiter des facteurs structurels favorables à la croissance à long terme ou disposant de leviers de croissance internes, en particulier celles des secteurs de la consommation de base, des soins de santé et des produits industriels.

## Asie-Pacifique

Jasmine Duan – Hong Kong

jasmine.duan@rbc.com

Nicholas Gwee, CFA – Singapour

nicholas.gwee@rbc.com

- Nous conservons une surpondération en actions. Nous croyons que l'économie chinoise et les bénéficiaires des sociétés enregistreront probablement une croissance plus forte au premier qu'au deuxième semestre de 2021, parce que les comparaisons avec 2020 seront plus faciles à faire. La situation des liquidités pourrait être plus restreinte qu'en 2020, dans un contexte où l'économie continue de se redresser. Le renminbi pourrait continuer de se raffermir par rapport au dollar américain, ce qui pourrait favoriser des secteurs qui sont fortement endettés en dollars américains ou dont les matières premières sont réglées en dollars.
- Le marché est généralement d'avis que la relation entre les États-Unis et la Chine s'améliorera légèrement sous la présidence de Joe Biden. Du côté positif, M. Biden considère la Chine comme un concurrent sérieux plutôt que comme un rival, et estime qu'il n'est pas justifié d'imposer des droits de douane supplémentaires sur les produits chinois. Toutefois, les États-Unis pourraient continuer de restreindre l'accès des sociétés technologiques chinoises à leur marché, mais dans un cadre plus traditionnel.
- Pour le Japon, nous prévoyons que la croissance économique se redressera modérément en 2021, après une année 2020 difficile (la Banque du Japon estime que le PIB pour l'exercice 2020-2021 se situera respectivement à -5,5 % et à +3,6 % d'une année sur l'autre). Compte tenu de la reprise de l'économie mondiale, nous prévoyons que les révisions à la baisse des bénéficiaires des sociétés japonaises s'inverseront. Le mandat des membres de la Chambre des représentants du Japon expirera en octobre 2021, et nous nous attendons à ce que l'administration actuelle déclenche des élections anticipées. Un résultat convaincant pour le premier ministre Yoshihide Suga pourrait être un catalyseur pour le marché boursier du pays. Nous prévoyons en outre que le yen demeurera vigoureux, ce qui nuirait à l'important secteur des exportations. Dans l'ensemble, nous aurons une pondération neutre en actions japonaises en 2021.

## Prévisions pour 2021

Indice du dollar américain	94,71
EUR/USD	1,16
USD/CAD	1,33
GBP/USD	1,21
USD/JPY	103

Source : RBC Marchés des Capitaux, pour les prix à la fin de l'année

## Devises

Blaine Karbonik, CFA – Londres

blaine.karbonik@rbc.com

**Dollar américain – Rendement mitigé.** Les caractéristiques très anticycliques du dollar pourraient indiquer une contre-performance par rapport à des devises davantage axées sur la croissance, alors que l'économie mondiale se redresse et que les investisseurs cherchent des actifs à rendement plus élevé, en particulier sachant que la Fed est susceptible de prolonger sa politique ultra accommodante. Toutefois, l'appétit pour le risque demeure un facteur clé du rendement du dollar, et les périodes de demande de valeurs refuges pourraient offrir du soutien dans un contexte de risques extrêmes persistants.

**Euro – Hausse limitée.** Nous sommes plus optimistes quant aux perspectives pour l'euro, en raison de l'adoption du fonds de relance de l'UE et de la dose de stimulation budgétaire et monétaire conjointe injectée dans l'économie. Toutefois, comme ces catalyseurs positifs sont largement pris en compte et en raison des craintes que suscitent les récentes fermetures liées à la COVID-19, les gains de l'euro pourraient être limités en 2021.

**Dollar canadien – Contexte de risque favorable.** Bien que le dollar canadien pâtisse de la stagnation de la reprise et de l'accroissement du déficit budgétaire, nous pensons que l'appétit pour le risque restera le principal moteur de la monnaie. Des conditions favorables au risque et une hausse de la demande de produits de base pourraient procurer un soutien continu à la devise.

**Livre sterling – L'après-Brexit.** Une fois la période de transition terminée et la sortie du Royaume-Uni confirmée, il nous faudra demeurer prudent à l'égard de la livre sterling tout le long de 2021. Elle pourrait en effet subir les conséquences de la faiblesse économique du pays, des perspectives moroses de croissance intérieure et de la possibilité de taux négatifs.

**Yen – Flux intérieurs.** En plus des catalyseurs de l'appétit pour le risque, le yen sera probablement porté par les flux d'investisseurs japonais. En raison des faibles taux mondiaux, ceux-ci rapatrient les placements faits à l'étranger et ajoutent des couvertures aux avoirs étrangers, ce qui maintient la demande intérieure pour le yen à un niveau élevé. Ces flux pourraient apporter du soutien, quel que soit l'appétit pour le risque.

## Marchandises

Richard Tan, CFA – Toronto

richard.tan@rbc.com

## Prévisions pour 2021

Pétrole (WTI, \$/baril)	46,15 \$
Gaz naturel (\$/MBTU)	2,60 \$
Cuivre (\$/lb)	3,25 \$
Or (\$/once)	1 893 \$
Soja (\$/boisseau)	11,28 \$
Blé (\$/boisseau)	6,04 \$

Sources : Prévisions de RBC Marchés des Capitaux (pétrole, gaz naturel, cuivre et or), prévisions générales de Bloomberg (soja et blé) ; pour les prix à la fin de l'année

**WTI – Alimenter l'économie.** En 2020, le brut West Texas Intermediate a subi des pertes considérables, supérieures à 10 %, en raison des mesures de confinement à l'échelle mondiale. Bien que les nouvelles concernant les vaccins soient favorables au pétrole brut, RBC Marchés des Capitaux estime qu'il faudrait une reprise de la demande des consommateurs et une amélioration des marges de raffinage pour que ce segment éponge ses pertes. Nous prévoyons une volatilité accrue, mais aussi une participation à la hausse ainsi qu'une relance économique en 2021.

**Gaz naturel – Recul économique.** Le gaz naturel a dépassé les attentes en 2020, et RBC Marchés des Capitaux estime que la dynamique de l'offre et de la demande devrait s'améliorer à l'approche de 2021, en raison d'une baisse de la production de gaz et de l'augmentation des exportations de gaz naturel liquéfié. Les stocks demeurent importants à cause du confinement, mais nous nous attendons à ce qu'ils baissent à mesure que les restrictions seront levées.

**Cuivre – Surplus.** Le cuivre a connu une reprise en forme de V, bondissant d'au moins 45 % par rapport à ses creux de 2020 et se négocie près du sommet de sa fourchette de 18 mois. Comme la Chine compte pour environ 50 % de la demande mondiale de cuivre, la matière a profité de l'intervention rapide du gouvernement pour juguler la pandémie. Nous prévoyons qu'il demeurera en position excédentaire en 2021.

**Or – Révision des attentes.** L'or a délaissé le sommet atteint en 2020 en raison des nouvelles concernant les vaccins potentiels et, par conséquent, du regain de l'appétit pour le risque. Même si une économie « normalisée » peut constituer un obstacle pour les actifs considérés comme « prudents », nous croyons que l'environnement demeure favorable à l'or du fait des faibles taux réels et des incertitudes politiques et économiques qui persisteront en 2021.

**Soja – Vers le haut.** Les prix du soja ont atteint un sommet de 18 mois en raison de la demande croissante de la Chine et de la baisse de la production mondiale attribuable aux conditions météorologiques défavorables. L'état des stocks mondiaux pour la saison 2020-2021 est bien en deçà de celui des deux saisons précédentes. Nous nous attendons à ce que la production reprenne et à ce que les prix se normalisent.

**Blé – Un autre record.** Les prix du blé ont profité des achats soutenus de la Chine dans le cadre de l'accord commercial de phase 1 entre elle et les États-Unis, affichant une hausse d'environ 9 % en 2020. Le ministère américain de l'Agriculture prévoit que les stocks finaux dans le monde atteindront un autre sommet au cours de la saison 2020-2021.

## 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 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.

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

**Jim Allworth** – coprésident ; stratégeste, 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 Marchés des Capitaux, SARL

**Frédérique Carrier** – coprésidente ; première directrice générale, chef, Stratégies de placement, RBC Gestion de patrimoine, RBC Europe Limited

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

**Janet Engels** – chef, Services-conseils en gestion de portefeuille – États-Unis, RBC Gestion de patrimoine, RBC Marchés des Capitaux, SARL

**Thomas Garretson, CFA** – stratégeste, Portefeuille de titres à revenu fixe, Services-conseils en gestion de portefeuille, RBC Gestion de patrimoine, RBC Marchés des Capitaux, SARL

**Christopher Girdler, CFA** – conseiller en gestion de portefeuille, Titres à revenu fixe, Services-conseils en gestion de portefeuille, RBC Gestion de patrimoine, RBC Dominion valeurs mobilières Inc.

**Patrick McAllister, CFA** – conseiller en gestion de portefeuille, Actions canadiennes, Services-conseils sur les portefeuilles d'actions, RBC Gestion de patrimoine, RBC Dominion valeurs mobilières Inc.

**Alan Robinson** – analyste de portefeuille, Services-conseils en gestion de portefeuille – Actions américaines, RBC Gestion de patrimoine, RBC Marchés des Capitaux, SARL

**Michael Schuette, CFA** – stratégeste, Portefeuilles d'actifs multiples, Services-conseils en gestion de portefeuille – États-Unis, RBC Gestion de patrimoine, RBC Marchés des Capitaux, SARL

**Alastair Whitfield** – chef, Titres à revenu fixe – Îles Britanniques, RBC Gestion de patrimoine, RBC Europe Limited

Le Comité des stratégies de placement RBC (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. Le CSPR élabore des perspectives générales pour les placements mondiaux et établit des lignes directrices pouvant servir à la gestion de portefeuilles. Le Comité des stratégies de placement RBC est présidé par Daniel Chornous, CFA, chef des placements, RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

### Autres auteurs de Perspectives mondiales

**Jasmine Duan** – analyste boursière, RBC Investment Services (Asia) Limited

**Nicholas Gwee, CFA** – spécialiste, Actions, succursale de Singapour de Banque Royale du Canada

**Blaine Karbonik, CFA** – associé, spécialiste, Produits de change et produits structurés, RBC Gestion de patrimoine, RBC Europe Limited

**Mikhail Pasic, CFA** – conseiller en gestion de portefeuille, Titres à revenu fixe, Services-conseils en gestion de portefeuille, RBC Gestion de patrimoine, RBC Dominion valeurs mobilières Inc.

**Tom Porcelli** – premier directeur général et économiste en chef, États-Unis, RBC Marchés des Capitaux, SARL

**Chun-Him Tam** – chef, Solutions, Clientèle ultrafortunée, et chef, Titres à revenu fixe – Asie, succursale de Singapour de Banque Royale du Canada

**Richard Tan, CFA** – conseiller adjoint en gestion de portefeuille, Actions canadiennes, Services-conseils sur les portefeuilles d'actions, RBC Gestion de patrimoine, RBC Dominion valeurs mobilières Inc.

## Déclarations exigées

### Certification des analystes

Tous les avis exprimés dans ce rapport reflètent exactement les avis personnels du ou des analystes responsables sur l'un ou l'autre des titres ou des émetteurs mentionnés. 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 lesdits analystes responsables.

### Déclarations importantes

Aux États-Unis, RBC Gestion de patrimoine exerce ses activités en tant que division de RBC Marchés des Capitaux, SARL. Au Canada, RBC Gestion de patrimoine comprend notamment RBC Dominion valeurs mobilières Inc., une société étrangère affiliée de RBC Marchés des Capitaux, SARL. Le présent rapport a été préparé par RBC Marchés des Capitaux, SARL, 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 :

Jim Allworth, Mark Bayko, Christopher Girdler, Patrick McAllister, Mikhail Pasic et Richard Tan, employés de RBC Dominion valeurs mobilières Inc., société étrangère affiliée de RBC Gestion de patrimoine – États-Unis ; Frédérique Carrier, Blaine Karbonik et Alastair Whitfield, employés de RBC Europe Limited, société étrangère affiliée de RBC Gestion de patrimoine – États-Unis ; Jasmine Duan, employée de RBC Investment Services (Asia) Limited ; ainsi que Nicholas Gwee et Chun-Him Tam, employés de la succursale de Singapour de Banque Royale du Canada, ont participé à la préparation de la présente publication. Ces personnes ne sont ni inscrites ni qualifiées en tant qu'analystes de recherche auprès de l'organisme américain Financial Industry Regulatory Authority (« FINRA ») et, comme elles ne sont pas associées à RBC Gestion de patrimoine, elles pourraient ne pas être assujetties au règlement 2241 du FINRA régissant les communications avec les entreprises visées, les apparitions publiques et les opérations sur valeurs mobilières dans les comptes des analystes de 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 au <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, 60 South Sixth St, Minneapolis, MN 55402.

Les références à une liste de recommandations dans le tableau des recommandations peuvent comprendre une ou plusieurs listes de recommandations ou portefeuilles modèles maintenus par RBC Gestion de patrimoine ou l'une de ses sociétés affiliées. Les listes de recommandations de RBC Gestion de patrimoine comprennent le Portefeuille dirigé de revenu supérieur (RL 6), le Portefeuille dirigé croissance

de dividendes (RL 8), le Portefeuille dirigé ADR (RL 10) et le Portefeuille dirigé Croissance toutes cap. (RL 12). Les listes de recommandations de RBC Marchés des Capitaux comprennent la Liste Stratégie des actions vedettes et les portefeuilles de marché recommandés (FEW). Par « RL On », on entend la date à laquelle un titre a été inséré dans la liste de recommandations et par « RL Off », la date à laquelle un titre a été retiré de la liste de recommandations.

### Distribution des notations

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 nos notations sont déterminées sur une base relative.

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

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.

Notation	Nombre	Pourcentage	Services de banque d'investissement fournis au cours des 12 derniers mois	
			Nombre	Pourcentage
Achat [Rendement supérieur]	788	52,96	248	31,47
Conservation [Rendement secteur]	619	41,60	135	21,81
Vente [Rendement inférieur]	81	5,44	11	13,58

**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.

RBC Marchés des Capitaux a cessé d'utiliser sa cote « Premier choix » le 31 mars 2020. Les premiers choix étaient les meilleurs titres d'un secteur selon un analyste, qui prévoyait que ces titres dégageraient un rendement absolu élevé sur une période de 12 mois et que leur ratio risque-rendement serait favorable. Les titres notés Premier choix ont été reclassés dans la catégorie Rendement supérieur, qui comprend les titres dont le rendement devrait dépasser sensiblement la moyenne du secteur sur 12 mois.

**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 Gestion de patrimoine affecte une valeur à une société dans un rapport de recherche, les règles de la FINRA et du 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 de ce rapport de recherche ont reçu (ou recevront) une rémunération fondée en partie sur les revenus de RBC Marchés des Capitaux, SARL, et ses sociétés affiliées, dont une portion est générée par les activités bancaires d'investissement de RBC Marchés des Capitaux, SARL, 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 de ce 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 de ce rapport sont des employés de l'une des entités suivantes : RBC Gestion de patrimoine – États-Unis, division de RBC Marchés des Capitaux, SARL, 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) ; RBC Investment Services (Asia) Limited, filiale de RBC Dominion valeurs mobilières Inc. et courtier en valeurs mobilières ayant son siège social à Hong Kong, en Chine ; 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.

Les références faites dans le présent document au « LIBOR », au « taux LIBOR » ou encore à ce taux sous sa forme abrégée « L » ou autre s'entendent du taux interbancaire offert à Londres administré par la ICE Benchmark Administration (ou par toute autre personne qui pourrait se charger de l'administration de ce taux).

## Déni de responsabilité

Les renseignements contenus dans le présent rapport ont été préparés par RBC Gestion de patrimoine, une division de RBC Marchés des Capitaux, SARL, 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 ce rapport représentent le jugement de RBC Gestion de patrimoine en date du présent rapport, sont sujettes à changement 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 de ce rapport peuvent ne pas être vendues dans certains territoires. Ce 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 ce document ne constitue un conseil juridique, comptable ou fiscal ni un conseil en placement adapté individuellement. Ce 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 ce 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 conséquente découlant de toute utilisation de ce rapport ou des données qui y sont contenues ou liée à toute utilisation de ce rapport ou des données qui y sont contenues. Ce 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 Marchés des Capitaux, SARL. Au Canada, RBC Gestion de patrimoine comprend notamment RBC Dominion valeurs mobilières Inc., une société étrangère affiliée de RBC Marchés des Capitaux, SARL. Le présent rapport a été préparé par RBC Marchés des Capitaux, SARL. Renseignements additionnels disponibles sur demande.

**Aux résidents des États-Unis :** Cette publication a été approuvée par RBC Marchés des Capitaux, SARL (membre du 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 Marchés des Capitaux, SARL, 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 de ce 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 ce rapport, ou qui désire effectuer une opération impliquant de tels titres, est encouragé à communiquer avec RBC Marchés des Capitaux, SARL. 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 :** Cette publication a été approuvée par RBC Dominion valeurs mobilières Inc. RBC Dominion valeurs mobilières Inc.\* et la Banque Royale du Canada sont des entités juridiques distinctes et affiliées. \* Membre-Fonds canadien de protection des épargnants. © 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) :** Cette publication est distribuée par RBC Europe Limited et RBC Investment Solutions (CI) 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 RBC Investment Solutions (CI) Limited est réglementée par la Jersey Financial Services Commission. Bureau inscrit : Gaspé House, 66-72 Esplanade, St Helier, Jersey JE2 3QT, Îles Anglo-Normandes, numéro d'enregistrement de la société : 119162.

**Aux résidents de Hong Kong :** Cette 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 Securities and Futures Commission (« SFC ») et par RBC Investment Services (Asia) Limited, cette dernière étant réglementée par la SFC.

**Aux résidents de Singapour :** Cette publication est distribuée à Singapour par la succursale de Singapour de la Banque Royale du Canada, une entité enregistrée inscrite auprès de l'autorité monétaire de Singapour. Ce matériel 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 garantis des rendements futurs. Si vous avez des questions à propos de cette publication, veuillez communiquer avec la succursale de Singapour de Banque Royale du Canada. La succursale de Singapour de Banque Royale du Canada accepte la responsabilité du présent rapport et de sa diffusion à Singapour.

© RBC Marchés des Capitaux, SARL 2020 – Membre du NYSE, de la FINRA et de la SIPC

© RBC Dominion valeurs mobilières Inc. 2020 – Membre du Fonds canadien de protection des épargnants © RBC Europe Limited 2020

© Banque Royale du Canada 2020

Tous droits réservés.



Gestion  
de patrimoine