RAPPORT SPÉCIAL

RBC GESTION DE PATRIMOINE

Perspectives mondiales

2019

Le cycle est bien avancé, mais l'expansion économique devrait demeurer vigoureuse. Une approche constructive, mais vigilante, des marchés financiers s'impose.

RBC Gestion de patrimoine

Perspectives d'avenir

À notre avis, la très longue expansion économique que vivent les grandes économies n'est pas encore terminée. Il semble toutefois de plus en plus évident que nous en sommes aux dernières étapes du cycle.

Le ralentissement modéré du dynamisme économique, la montée des frictions commerciales et l'aggravation du contexte politique dans de nombreux pays ont assombri le climat d'investissement. Nous nous trouvons manifestement dans le stade avancé, mais les indicateurs avancés fiables n'annoncent pas encore de repli imminent, et la croissance économique mondiale en 2019 devrait encore dépasser la moyenne de l'après-crise financière. Cette situation nous porte à croire que les bénéfices et les cours des actions pourront encore progresser.

Toutefois, en 2019, les rendements pourraient être modestes et produits de manière inégale. Nous croyons qu'il convient de faire passer la part globale des actions d'une légère surpondération à une pondération neutre dans les portefeuilles mondiaux. Nous présentons certains facteurs dont il faut tenir compte dans la composition des portefeuilles d'actions en fin de cycle.

Le stade avancé signale aussi qu'il est temps d'atténuer le risque des portefeuilles à revenu fixe. La réduction de l'exposition au risque de crédit constitue un bon point de départ parce que la compensation liée à la prise de tels risques est actuellement minimale et que la qualité du crédit s'est affaiblie.

Dans la présente publication, nous examinons trois sujets qui, à notre avis, auront une grande incidence sur la progression de l'économie mondiale au-delà du cycle en cours.

Les investissements dans les infrastructures offrent la meilleure occasion à court terme, à notre avis. La demande mondiale d'infrastructures nouvelles, rénovées et remplacées est immense, surtout dans les deux plus grandes économies au monde (États-Unis et Chine), et le secteur privé semble convié à jouer un plus grand rôle que jamais.

Parmi les trois sujets traités, le plus important est peut-être celui de la détérioration des relations entre la Chine et les États-Unis. Derrière les tensions bilatérales visibles se cache une transformation plus profonde, une transition d'une trentaine d'années de suprématie hégémonique américaine vers un monde multipolaire qui peut assombrir les perspectives de croissance.

Sur une note plus optimiste, nous croyons que l'intelligence artificielle offre un certain nombre de possibilités de transformation pour la société, les gouvernements et les entreprises, et qu'elle peut accroître considérablement la prospérité et la richesse à l'échelle mondiale au cours des prochaines décennies. La prise en compte de son effet sur les décisions de placement deviendra un élément incontournable plutôt qu'un aspect simplement agréable.

Nous espérons que vous apprécierez ce numéro spécial et qu'il vous sera utile.

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 Position à l'égard des placements en 2019

Les économies développées ont l'énergie requise pour poursuivre leur croissance au cours de la prochaine année au moins puisque les risques de récession sont faibles. En ce qui concerne les actions, ce contexte devrait soutenir la croissance des bénéfices, mais à un rythme plus lent. Les décisions des banques centrales constituent l'élément central pour les marchés des titres à revenu fixe.

8 Comprendre le stade avancé

Les dernières étapes du cycle économique très prolongé en cours ne sont pas terminées ; à notre avis, elles dureront encore une année au moins, voire plus longtemps. Que devrait faire un investisseur en actions ? Devrait-il « battre le fer pendant qu'il est chaud » ? Devrait-il plutôt se préparer à se mettre à l'abri ? Bonne réponse : un peu des deux.

12 Agir avant que la peur n'accomplisse le travail de la raison : une défense accrue par l'atténuation du risque lié aux titres à revenu fixe

Se préparer à naviguer en eaux troubles en planifiant une réduction du risque des portefeuilles. Réduire le risque de crédit dans les portefeuilles à revenu fixe constitue un bon point de départ.

16 Fondement de la prochaine génération : investir dans les infrastructures au 21e siècle

L'investissement dans les infrastructures est souvent écarté du revers de la main comme s'il s'agissait d'une chose du passé. À un moment où l'infrastructure mondiale s'apprête à faire l'objet d'une modernisation en vue du 21e siècle, nous examinons en quoi ce thème peut améliorer l'infrastructure des portefeuilles-titres.

20 En territoire inconnu : changement générationnel dans les relations entre les États-Unis et la Chine

Le différend commercial entre les États-Unis et la Chine s'inscrit dans la grande lutte de la sécurité nationale. Cette situation complexe et controversée pourrait transformer la relation entre les deux plus grandes économies au monde et entraîner des conséquences pour les marchés financiers.

24 Intelligence artificielle : bienvenue à l'ère de la transformation

Nous faisons la lumière sur l'intelligence artificielle (IA) et nous dégageons les faits de l'engouement suscité par ce que peut faire ou non l'IA aujourd'hui. Nous approfondissons le boom technologique de l'IA ainsi que les véritables possibilités qu'elle offre en vue d'une stratégie de placement puisque ces innovations transformatrices ne disparaîtront pas.

Voir les déclarations importantes et obligatoires sur les analystes qui ne sont pas américains à la page 29.

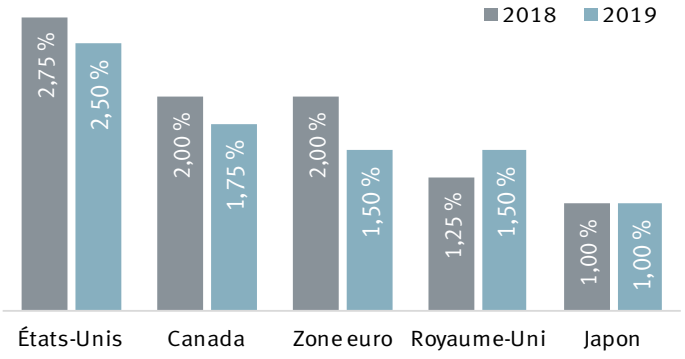
Toutes les valeurs sont en dollars américains et établies au 6 novembre 2018 (sauf indication contraire).
La distribution s'est déroulée le 19 novembre 2018.

Position à l'égard des placements en 2019

Des indicateurs fiables annoncent que les économies développées auront la vigueur nécessaire pour poursuivre leur croissance en 2019. Les risques de récession demeurent faibles malgré des tendances inégales entre les pays et l'existence d'incertitudes commerciales et tarifaires. En ce qui concerne les actions, ce contexte devrait soutenir la croissance des bénéfices, mais à un rythme plus lent. Les décisions des banques centrales devraient constituer l'élément central du rendement des marchés des titres à revenu fixe.

Les expansions économiques aux États-Unis et à l'échelle mondiale ont entamé leurs dernières étapes. La croissance du produit intérieur brut (PIB) semble appelée à ralentir pour un certain nombre d'économies importantes, dont celles des « trois grands » que sont les États-Unis, l'Europe et la Chine, mais la vigueur sous-jacente des États-Unis pourrait prolonger bien au-delà des attentes cette période de croissance déjà très longue. Les banques centrales joueront des rôles cruciaux dans la détermination de la durée du stade avancé. Ce stade avancé du cycle n'exige pas encore de modifications importantes des portefeuilles, à notre avis, mais nous réduisons modérément la part des actions et nous nous tournons vers les zones de valeur du marché, tout en réduisant le risque de crédit des titres à revenu fixe. Vous trouverez ci-dessous nos réflexions sur la composition des portefeuilles en 2019.

Prévisions de RBC sur la croissance annuelle du PIB pour les marchés développés



Source : RBC Gestion mondiale d'actifs

Titres à revenu fixe

Les banques centrales peuvent adapter leurs politiques différemment selon les étapes variées de l'activité économique. Nous prévoyons une croissance soutenue dans les économies développées et une inflation qui demeure près des cibles. Ce contexte favorisera la poursuite des ajustements graduels à la politique, mais la Réserve fédérale américaine et la Banque du Canada pourraient s'approcher de leurs cibles du « taux neutre » alors même que la Banque centrale européenne (BCE) commencera à hausser ses taux plus tard en 2019. Le crédit continuera d'offrir des occasions intéressantes, mais les signes de « stade avancé » incitent à s'attarder à la qualité et à la composition des portefeuilles.

États-Unis

Craig Bishop, Minneapolis craig.bishop@rbc.com

- La Réserve fédérale prévoit trois hausses de taux en 2019. Elle devrait marquer une pause après les deux premières, lorsque les taux d'intérêt à court terme atteindront leur cible du « taux neutre » de 3 % environ. Les éléments imprévisibles pourraient être l'inflation et la situation commerciale.

- À notre avis, la poussée de croissance du PIB durant la deuxième moitié de 2018 cédera le pas à une cadence plus lente à mesure que s'estompera l'effet des mesures de relance. Même en présence d'un repli de la croissance à une valeur de 2,5 % à 3,0 %, les risques de récession demeureraient faibles.

- Les taux des obligations du Trésor à 10 ans varient de 3,10 % à 3,40 %, et nous continuons de croire que le taux de 3,50 % constituera sans doute le sommet pour les obligations à 10 ans dans le cycle économique actuel. Les courbes de taux devraient demeurer aplaties sans toutefois s'inverser en 2019 alors que la Réserve fédérale se dirige vers une pause.

- Les écarts de taux continueront de dépendre de la volatilité des marchés boursiers. Nous maintiendrons notre légère surpondération pour les titres de catégorie investissement et notre sous-pondération pour les titres à rendement élevé jusqu'au dépassement des écarts moyens sur cinq ans de 125 points de base pour les titres de catégorie investissement et de 435 points de base pour les titres à rendement élevé. Nous recommandons les actions privilégiées pour des rendements intéressants et nous réitérons notre préférence pour les obligations municipales de 15 à 20 ans assorties d'un taux plus élevé.

Europe et Royaume-Uni

Alastair Whitfield, Londres alastair.whitfield@rbc.com

- Au moment où la BCE arrive à la fin de son programme d'achat, d'autres signes de ralentissement du PIB pourraient ébranler les marchés en 2019, même si le président de la BCE Mario Draghi ne retardera probablement pas le retrait des mesures d'assouplissement monétaire. Pour l'instant, malgré un ralentissement des mesures d'assouplissement quantitatif, l'ensemble des avoirs de la BCE et sa stratégie planifiée de réinvestissement nous semblent toujours soutenir les rendements et les écarts de taux.

- Au Royaume-Uni, les attentes de relèvement des taux ont légèrement crû étant donné la possibilité d'un accord entre le gouvernement de la première ministre Theresa May et les dirigeants de l'Union européenne (UE). Nous doutons que la trajectoire des futurs relèvements des taux d'intérêt change de façon importante, étant donné les estimations quant à la baisse du PIB à la fin de 2018 ou au début de 2019. La possibilité d'un vote de défiance au sein du Parti conservateur et d'élections générales constitue un autre risque important qui pourrait se concrétiser après mars 2019. Cette situation pourrait plomber les titres à revenu fixe du Royaume-Uni ; ce sont les secteurs des biens de consommation cycliques et de la finance qui seraient les plus vulnérables.

Canada

Christopher Girdler, Toronto christopher.girdler@rbc.com

- Il est largement convenu que l'économie canadienne devrait atteindre son plein potentiel ou le dépasser légèrement en 2019. À un moment où l'inflation de base s'approche déjà de la cible de 2 % de la Banque du Canada, le retrait des mesures de stimulation financière devrait se poursuivre.

- La Banque du Canada a récemment indiqué que le nombre de hausses après 2019 sera supérieur à ce que s'attend le marché actuellement. Si cette hypothèse devient la plus probable, nous croyons que les rendements augmenteront sur l'ensemble de la courbe des taux. Nous sommes plus à l'aise d'acheter des titres à courte et moyenne échéance qui présentent une moins grande volatilité prévue des rendements, une meilleure liquidité ainsi qu'une occasion de réinvestir à des taux plus intéressants si la banque centrale passe à l'acte.

- Nos perspectives de crédit pour le Canada sont contrastées. Les valorisations des obligations de sociétés se sont quelque peu améliorées après avoir atteint les niveaux les plus élevés depuis 10 ans, mais ce constat n'a pas modifié notre avis. Nous continuons de recommander une amélioration de la qualité du crédit et de la liquidité dans les portefeuilles. Les actions privilégiées ont connu des épisodes de volatilité cette année et, en présence de valorisations beaucoup plus raisonnables, nous considérons tout recul comme une occasion d'achat.

Asie

Chun-Him Tam, Singapour chunhim.tam@rbc.com

- La Chine représente la moitié du marché des obligations de sociétés asiatique en dollars américains. À notre avis, les données fondamentales et l'humeur du marché chinois sont deux des trois moteurs essentiels des obligations asiatiques. Le troisième moteur est la politique des taux d'intérêt de la Réserve fédérale américaine.

- Les liquidités destinées au financement sur le continent chinois sont serrées et les émetteurs ont de la difficulté à refinancer leurs dettes alors que le gouvernement s'engage sur la voie du désendettement. L'importante correction du marché en 2018 a créé certaines occasions de placement, mais nous conservons une approche prudente dans l'ensemble et nous préférons observer une stabilisation des liquidités et de la confiance du marché avant de céder à l'appétit pour le risque.

- Nous sommes aussi prudents à l'égard de l'Indonésie et de l'Inde. Ces deux pays affichent un déficit budgétaire et un déficit du compte courant, et ils sont plus sensibles au cycle de resserrement de la Réserve fédérale et à l'appréciation du dollar américain. Nous ne nous attendons pas à un renversement de la vapeur au moins jusqu'à la tenue de leurs élections au cours de la première moitié de 2019.

- Notre recommandation consiste à s'en tenir à la qualité et à une surpondération de pays défensifs, comme Singapour, la Corée du Sud et Hong Kong.

Actions

Les corrections survenues en 2018 ont révélé les tensions auxquelles est soumis le marché boursier mondial et ramené les valorisations à des niveaux plus raisonnables. Nous pensons que le marché est en mesure de composer avec le ralentissement économique, les risques actuels quant aux tarifs et le resserrement monétaire, et ce, malgré la volatilité. Notre vision constructive dépend des faibles risques de récession pour les grandes économies, surtout les États-Unis, et de la poursuite probable de la croissance des bénéfices des sociétés. Toutefois, en 2019, les rendements pourraient être modestes et produits de manière inégale ; il convient donc de réduire la part des actions d'une légère surpondération à une pondération neutre dans les portefeuilles mondiaux.

États-Unis — Pondération neutre

Kelly Bogdanova, San Francisco — kelly.bogdanova@rbc.com

	C/B prévisionnel	Moy. 10 ans
S&P 500	15,6	14,8
S&P de 600 sociétés à petite capitalisation	16,3	17,9

■ Deux facteurs qui influent le plus sur le cours des actions américaines, soit la croissance économique et la croissance des bénéfices, seront vraisemblablement assez solides pour propulser le marché au moins légèrement à la hausse en 2019. Nous pensons que l'économie peut dépasser le taux moyen de 2,3 %. Tous nos indicateurs avancés signalent une poursuite de l'expansion pendant au moins 12 mois.

■ La croissance des bénéfices devrait ralentir en 2019 parce que l'élan attribuable aux baisses d'impôt ne paraîtra plus dans les données, et les comparaisons d'une année à l'autre avec les taux de croissance vertigineux de 2018 seront difficiles à franchir. En outre, la hausse des prix des entrées en raison des tarifs, de la croissance des salaires et de la vigueur du dollar devrait limiter les marges de profit. Malgré de tels défis, nous pensons que les bénéfices des sociétés de l'indice S&P 500 peuvent croître de 5 % à 10 % en raison de la vigueur de l'économie.

■ À notre avis, il est fort probable que les marchés se tourneront vers les titres de valeur et délaisseront les titres de croissance. La valeur a tendance à surclasser les autres données lorsque le taux des obligations du Trésor à 10 ans augmente, lorsque plus d'inflation est prévue et lorsque la croissance du PIB se renforce, ainsi qu'à la dernière phase d'un cycle de marché haussier.

Canada — Pondération neutre

Patrick McAllister, Toronto — patrick.mcallister@rbc.com

	C/B prévisionnel	Moy. 10 ans
S&P/TSX	13,2	14,6

■ Nous recommandons une pondération neutre des actions canadiennes. Les valorisations des actions canadiennes demeurent inférieures à celles des États-Unis, ce qui, à notre avis, constitue une compensation adéquate pour les risques propres au marché intérieur, à savoir l'incidence de la hausse des taux d'intérêt sur les consommateurs lourdement endettés et le marché du logement, la capacité insuffisante des oléoducs et l'érosion de la compétitivité économique.

■ La conclusion des négociations sur le libre-échange avec les États-Unis et le Mexique semble en voie de réduire l'incertitude et le risque de baisse de l'économie intérieure. Toutefois, l'accord convenu doit être adopté sous forme de loi par les trois signataires, ce qui ne va pas nécessairement de soi dans le contexte politique houleux actuel.

■ Nos perspectives pour les principaux secteurs demeurent un peu moins prometteuses. Les valorisations des banques se sont améliorées en chiffres absolus, mais elles demeurent conformes à l'ensemble du marché canadien et des banques américaines. Nous demeurons satisfaits du choix d'une sous-pondération modeste des banques canadiennes compte tenu de nos prévisions de ralentissement de la croissance des bénéfices. Les perspectives du secteur de l'énergie sont assombries par les contraintes liées aux oléoducs et l'autosuffisance grandissante du marché américain du pétrole.

Europe et Royaume-Uni — Pondération neutre

Frédérique Carrier, Londres — frederique.carrier@rbc.com

	C/B prévisionnel	Moy. 10 ans
STOXX Europe 600	12,7	12,9
Indice toutes les actions FTSE	11,9	12,5

■ Les actions européennes devraient encore être soutenues par des données fondamentales en légère amélioration, ce qui comprend un taux de chômage à un creux cyclique et un contexte plus propice aux dépenses en immobilisations et aux prêts, et la faiblesse de la devise devrait favoriser le secteur de l'exportation. L'incertitude suscitée par le budget de l'Italie semble appelée à perdurer, peut-être jusqu'aux élections du Parlement européen en mai, puisque nous pensons que les politiciens européens préféreront éviter les conflits avant ce moment. Les valorisations boursières sont raisonnables, les négociations sont conformes aux moyennes à long terme, et les valorisations restent à des niveaux excessivement faibles par rapport aux valorisations américaines. Nous privilégions les secteurs des soins de santé et des produits industriels, qui tirent parti de tendances structurelles comme les dépenses en infrastructure et la numérisation.

■ Le sort des actions du Royaume-Uni sera tributaire du résultat des négociations du Brexit. Si le Royaume-Uni conclut une entente qui comprend une période de transition garantissant le statu quo, notre scénario de base, nous nous attendons à une reprise des actions britanniques sur fond de soulagement. Une réévaluation à la hausse sera sans doute à prévoir vu le ratio cours-bénéfice (C/B) de 11,7 pour 2019, et le rendement en dividendes de 4,5 %. En cas d'échec des négociations et d'une sortie du Royaume-Uni de l'UE sans transition, la devise risque de s'affaiblir, même si la relation inverse habituelle avec les actions pourrait se briser. Après tout, les exportateurs perdraient leur accès libre de droits de douane à l'un de leurs plus importants marchés. Nos secteurs de prédilection demeurent ceux de l'énergie et de l'assurance vie, où les flux de trésorerie s'améliorent et les valorisations sont attrayantes.

Actions (*suite*)

Asie hors Japon et Japon — Pondération neutre ou surpondération

Jay Roberts, Hong Kong jay.roberts@rbc.com

	C/B prévisionnel	Moy. 10 ans
Hang Seng	10,0	11,3
Indice composite de la Bourse de Shanghai	9,8	12,0
TOPIX	12,2	14,7

- Les actions asiatiques ont traversé une année difficile en 2018, après avoir connu une très bonne année en 2017. Leur recul est surtout attribuable aux marchés de l'Asie du Nord, et plus particulièrement de la Chine.
- En 2019, nous nous attendons à ce que le différend commercial, qui ne se limite pas qu'à de simples questions d'échanges, perdure ou s'aggrave, et nous prévoyons qu'il donnera le ton aux marchés asiatiques. Nous nous attendons toutefois à ce que la Chine mette en œuvre des politiques pour soutenir ses marchés et son économie, deux éléments qui ont subi les effets du différend et des vaillants efforts déployés par la Chine afin de resserrer les secteurs plus risqués de la croissance du crédit. Même si les actions chinoises se sont fortement repliées, nous conservons notre approche neutre à l'égard du marché boursier étant donné les risques persistants comme la politique américaine, le ralentissement de l'économie et les préoccupations liées à la devise. À la différence du Japon, les investisseurs ne perçoivent pas favorablement une dépréciation de la devise chinoise.
- Nous avons récemment surpondéré les actions japonaises. La sous-évaluation des actions japonaises par rapport à celles d'autres pays est attrayante. Les tendances de l'économie et des bénéfices sont généralement favorables. Nous prévoyons un affaiblissement de la devise, ce qui aidera les actions. Entre-temps, le premier ministre Abe a remporté la course à la direction de son parti en septembre. Nous nous attendons à ce que la Banque du Japon maintienne sa politique très accommodante sur les taux d'intérêt. La vigueur de la devise et l'effet des hausses de la TVA prévues plus tard en 2019 font partie des risques possibles.

Nota : Les données de la section sur les actions reflètent les ratios C/B fondées sur les prévisions générales des bénéfices de Bloomberg pour les 12 prochains mois. Données au 15 novembre 2018.

Devises

Laura Cooper, Londres laura.cooper@rbc.com

Dollar américain – vigueur économique encore possible

La hausse des taux aux États-Unis en raison du resserrement monétaire a été le principal facteur de la remontée du dollar américain en 2018, et l'atténuation du goût du risque en raison de l'intensification des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine s'est aussi avérée favorable. Pour 2019, les facteurs qui favoriseront la vigueur continue du dollar au début de l'année demeurent les mêmes, à notre avis. Une croissance économique soutenue dans des conditions tendues sur le marché du travail révèle la nécessité pour la Réserve fédérale d'augmenter encore les taux. L'attrait du dollar américain qui en découle pourrait toutefois s'estomper plus tard en 2019, lorsque les banques centrales d'autres pays sembleront en voie de retirer les mesures de relance des politiques accommodantes.

Euro – bas plus longtemps

L'atténuation de l'appétit pour le risque dans la foulée des événements politiques de 2018 devrait probablement s'estomper ; nous sommes toutefois d'avis que la pression exercée sur l'euro pourrait perdurer en 2019. Les signes de ralentissement de la croissance dans la région en raison de la montée du protectionnisme et de la faiblesse de l'inflation de base semblent indiquer que la Banque centrale européenne ne modifiera sa politique monétaire actuelle que plus tard en 2019, selon toute vraisemblance. Voilà pourquoi les taux directeurs devraient demeurer les mêmes jusqu'au troisième trimestre de 2019, et l'augmentation des écarts de taux en faveur du dollar américain annonce une faiblesse persistante de l'euro.

Dollar canadien – d'autres hausses en vue

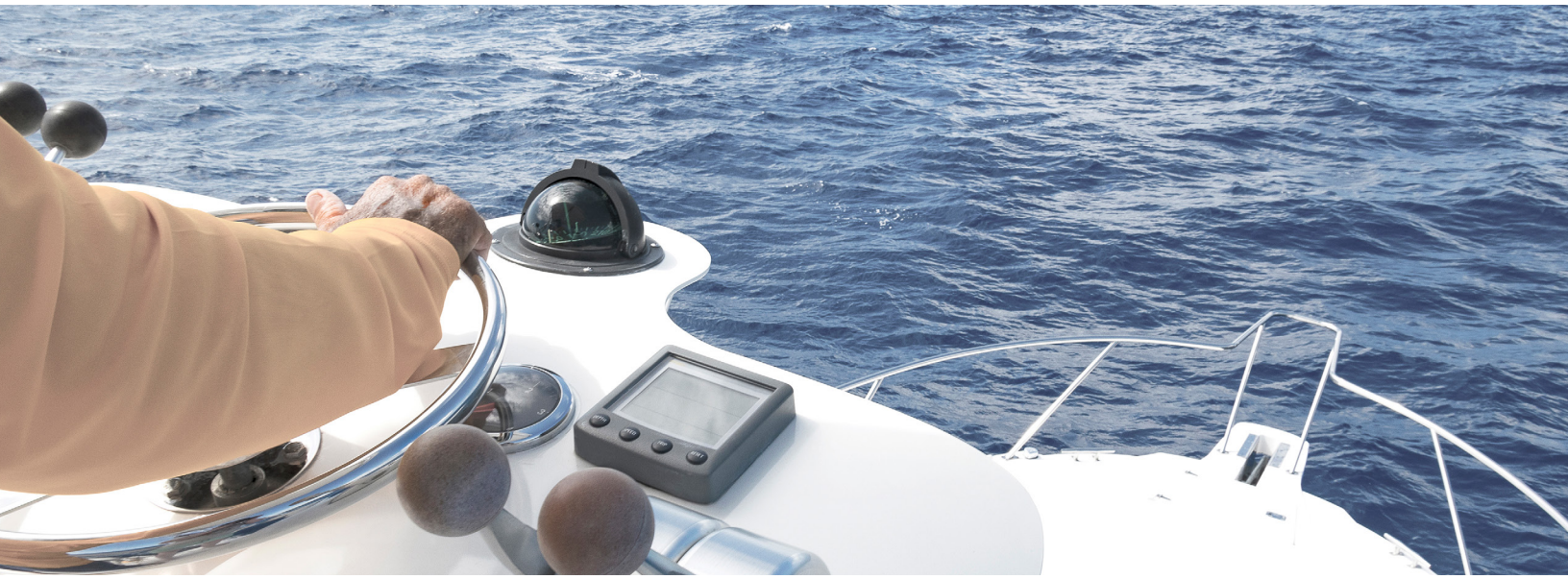
L'apaisement de l'incertitude liée au commerce dans la foulée de l'Accord États-Unis–Mexique-Canada (AEUMC) et l'expansion de l'économie au-delà de son potentiel devraient inciter la Banque du Canada à relever ses taux directeurs deux autres fois au début de 2019. L'élan donné à la devise par la dynamique des taux peut toutefois s'essouffler ; la banque centrale pourrait alors faire une pause pour évaluer l'effet produit sur l'endettement élevé des ménages.

Livre sterling britannique – tout repose sur le Brexit

La livre sterling britannique sera probablement influencée par la relation entre le Royaume-Uni et l'UE en 2019. À notre avis, le pragmatisme l'emportera, et les parties concluront une entente pour le Brexit. Toutefois, l'incertitude persistante quant aux futures relations commerciales durant la période de transition prévue maintiendra probablement la livre à des niveaux très bas tout au long de l'année.

Yen japonais – les pressions pourraient l'emporter

Les conditions économiques intérieures et les perspectives prudentes de la Banque du Japon semblent indiquer que la politique monétaire extrêmement accommodante pourrait se poursuivre en 2019. Par conséquent, le yen sera probablement influencé par des facteurs externes. Il y a notamment la hausse des coûts de couverture en raison des taux américains relativement plus élevés, qui appelle les investisseurs japonais à retirer les couvertures du risque de change et donc à atténuer la demande de yen japonais en 2019.



Comprendre le stade avancé

Les dernières étapes du cycle économique très prolongé en cours ne sont pas terminées ; à notre avis, elles dureront encore une année au moins, voire plus longtemps. Que devrait faire un investisseur en actions ? Devrait-il « battre le fer pendant qu'il est chaud » ? Devrait-il plutôt se préparer à se mettre à l'abri ? Bonne réponse : un peu des deux.

La grande majorité des économistes consultés considèrent que l'économie américaine se trouve au « stade avancé ». Nous sommes d'accord. L'économie américaine, tout comme les économies canadienne et britannique probablement, en est aux dernières étapes de ce qui sera sans doute considéré comme la plus longue expansion économique jamais observée depuis la fin de la Grande Récession au milieu de l'année 2009.

Eric Lascelles, économiste en chef à RBC Gestion mondiale d'actifs Inc., attribue une note à 17 facteurs différents pour les situer dans leur progression cyclique ordinaire (voir le tableau à la page suivante). La très grande majorité de ces facteurs ont reçu une note correspondant à un « stade avancé » ou à une « fin du cycle ». Fait plus important encore, aucun facteur ne laisse entendre que les États-Unis sont déjà en récession.

Le terme « stade avancé » semble vouloir dire que nous « vivons sur du temps emprunté ». Toutefois, l'économie américaine n'est pas encore « si avancée » dans le stade avancé. Nous surveillons étroitement six indicateurs qui réussissent depuis de nombreux cycles à annoncer l'arrivée ou l'imminence d'une récession aux États-Unis. Aucun de ces indicateurs ne signale actuellement l'approche d'un tel ralentissement économique.

Trois indicateurs sur six, soit le profil de la courbe des taux (c'est-à-dire l'écart entre les taux d'intérêt à court terme et à long terme), la tendance relative aux demandes d'assurance-chômage et le taux de variation d'une année à l'autre de l'indice économique avancé du Conference Board, ont toujours signalé la venue d'une récession de 9 à 12 mois avant son arrivée. Aucun indicateur ne donne de tels signes actuellement, et nous prévoyons qu'un tel avertissement ne surviendra pas avant un certain temps.

Cette situation nous porte à croire que le PIB, les bénéfices des sociétés et les cours des actions pourront progresser pendant un certain temps. Nous prévoyons que ce constat vaudra aussi pour les économies et les marchés du Canada, du Royaume-Uni, de la zone euro et du Japon.

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

Comprendre le stade avancé

Feuille de pointage du cycle de l'économie américaine

	Début du cycle	Stade initial	Milieu du cycle	Stade avancé	Fin du cycle	Récession
Stocks		●	○			
Biens de consommation durables		●	●			
Logement			●	●		
Prix			●	●		
Obligations			●	●		
Politique monétaire			●	●		
Rentabilité des capitaux propres			●	●		
Endettement			●	●	○	
Tendance économique			○	●	○	
Crédit			○	●	○	
Confiance				●		
Investissements des entreprises				●	○	
Emploi				●	○	
Orientation des actions			○	●	●	
Capacités excédentaires				●	●	
Volatilité				○	●	
Phase du cycle					●	
Notes pour chaque phase du cycle économique	0	2	9	13,5	6,5	0

Légende : ● = Étape la plus probable du cycle économique. ○ = Autre interprétation.
Source : RBC Gestion mondiale d'actifs

Le PIB, les bénéfices des sociétés et les cours des actions pourront progresser pendant un certain temps.

Cela dit, il vaut la peine de s'attarder à la mentalité actuelle des investisseurs. De toute évidence, les choses sont très différentes de ce qu'elles étaient au début du cycle. De la fin de la récession au milieu de 2009 jusqu'à 2014, la psychologie dominante était celle de l'« aversion pour le risque ». Les banques de partout dans le monde reconstituaient leur capital. Elles étaient incertaines de l'état des autres banques et elles étaient prudentes à l'idée d'accorder des prêts.

Malgré la puissante remontée des cours des actions par rapport aux creux du marché baissier et des ratios C/B à des niveaux indiquant de futurs rendements supérieurs à la moyenne, la plupart des gens sont demeurés des « investisseurs hésitants ». Très peu d'argent, sinon pas du tout, était dirigé vers des fonds d'actions, mais beaucoup de sommes étaient investies dans des fonds d'obligations qui offraient habituellement de faibles rendements.

C'était le triomphe du scepticisme. Aux États-Unis, malgré le fait que l'économie rattrapait le terrain perdu et qu'elle affichait de nouveaux sommets dès le début de 2011, les mesures

de la confiance des consommateurs et des entreprises sont demeurées faibles pendant encore trois ans et demi.

Le scepticisme a été remplacé par une grande confiance.

Aujourd'hui, ce scepticisme qui a perduré si longtemps a été remplacé par une grande confiance à bien des égards. La confiance des consommateurs a atteint des sommets historiques aux États-Unis et elle se trouve à des sommets cycliques, ou près de tels niveaux, en Europe, au Canada et au Japon. La confiance des entreprises pourrait être caractérisée comme soutenue. Aux États-Unis, une part inhabituellement élevée de petites et moyennes entreprises, interrogées par la National Federation of Independent Business, ont déclaré que « le moment était bien choisi pour prendre de l'expansion ».

Ce niveau élevé de confiance reflète les conditions actuelles : la croissance du PIB est supérieure à la tendance et largement autosuffisante, les marchés de l'emploi sont serrés dans les plus grandes économies développées, la sécurité d'emploi est grande, les salaires augmentent, les valeurs immobilières sont élevées et les politiques monétaires s'approchent de la normale.

Le marché boursier, qui a battu en retraite pendant une bonne partie de l'année, semble être déphasé par rapport à ces mesures élevées de la confiance. À notre avis, cela s'explique par le fait que les marchés boursiers ont payé à l'avance les conditions plus favorables d'aujourd'hui. Les actions se sont appréciées par rapport aux bas niveaux en 2015, 2016 et 2017, puis elles ont atteint des niveaux et des valorisations plus élevés au début de 2018. Toutefois, quand les investisseurs envisageaient 2019 et 2020, ils semblaient avoir des perspectives plus sombres. Aux États-Unis, l'effet supplémentaire de la baisse des impôts des sociétés commencera à s'estomper à mesure que les comparaisons des bénéfices sur 12 moins deviendront beaucoup moins vigoureuses. Les estimations des bénéfices de la prochaine année font déjà l'objet de révisions à la baisse, quoiqu'à partir de niveaux très élevés. Dans l'ensemble, les mesures massives de relance budgétaire découlant des baisses d'impôt fédérales et de l'augmentation des dépenses devraient s'atténuer en 2019 et devenir un léger frein en 2020.

Les marchés boursiers ont payé à l'avance les conditions plus favorables d'aujourd'hui.

Les mesures de relance devraient avoir un effet moindre sur la croissance partout, sauf en Chine. Si l'on ajoute à cela une première hausse possible des taux et la fin de l'assouplissement quantitatif par la Banque centrale européenne, un autre relèvement des taux d'escompte par la Banque d'Angleterre, deux – peut-être trois – hausses supplémentaires de la Réserve fédérale et la même chose de la part de la Banque du Canada, il nous semble clairement que le « stade avancé » est entamé.

Les grands indicateurs économiques sont encore en territoire expansionniste

Feuille de pointage des indicateurs économiques américains de RBC Gestion de patrimoine

Indicateur	État		
Courbe des taux (12 mois à 10 ans)	✔	–	–
Demandes de prestations de chômage	✔	–	–
Taux de chômage	✔	–	–
Indice avancé du Conference Board	✔	–	–
Indice ISM nouvelles commandes moins stocks	✔	–	–
Fonds fédéraux et croissance du PIB nominal	✔	–	–
	Expansion	Neutre	En récession

Sources : RBC Gestion de patrimoine, Bloomberg, FRED (base de données économiques de la Réserve fédérale de St. Louis)

Aucune récession à l'horizon jusqu'à présent aux États-Unis.

Atténuation du risque

Nous pensons que l'« atténuation du risque » à ce point du stade avancé est l'approche de gestion de portefeuille d'actions qui convient le mieux. Nous modifions notre part recommandée des actions des portefeuilles mondiaux pour la faire passer d'une légère surpondération à une pondération neutre. Une réduction plus importante de la part des actions sera pertinente à un moment donné, mais nous ne croyons pas que l'heure est venue de le faire. Voici quelques éléments qui devraient figurer au programme de la prochaine année :

Valeur plutôt que croissance

Les titres de croissance ont dominé le marché pendant la majeure partie des neuf dernières années. La possibilité d'annoncer des gains solides en revenus et en bénéfices et d'augmenter les marges à un moment où la croissance de l'économie progressait à un rythme anémique et inférieur à la tendance a séduit un nombre sans cesse grandissant d'investisseurs. Aujourd'hui, depuis plusieurs trimestres, le contexte économique a basculé de manière à favoriser davantage la valeur – croissance du PIB supérieure à la tendance, hausse de l'inflation, augmentation du rendement des titres sur 10 ans – alors que les ratios C/B des titres de croissance sont plus excessifs comparativement à ceux du segment des titres de valeur depuis 2005. Une grande proportion des titres de croissance se trouvent dans les secteurs de la technologie, de la consommation discrétionnaire, des services des télécommunications et de la biomédecine. Plus de la moitié de la composante axée sur la valeur se situe dans les secteurs de la finance, de l'énergie, de la consommation de base et de certaines parties des soins de santé.

Grande capitalisation plutôt que petite capitalisation

Les actions de sociétés à petite capitalisation commencent habituellement à faire moins bonne figure bien avant que le marché en général atteigne des sommets, et elles souffrent davantage que les sociétés à grande capitalisation dans un marché baissier. Les sociétés à petite capitalisation ont connu une contre-performance notable lors de la dernière liquidation. Nous ne nous attendons pas à ce qu'elles reprennent la tête dans ce qui reste de ce marché haussier.

Priorité aux dividendes

Dans un cycle boursier complet, les sociétés qui versent des dividendes ont un rendement supérieur à celles qui n'en paient pas, et surtout aux sociétés qui réduisent leurs dividendes. Et les sociétés qui accroissent leurs dividendes ont toujours eu les meilleurs résultats. Une part importante de ces résultats supérieurs, mais pas la totalité, se concrétisent habituellement en présence de marchés baissiers. Nous croyons qu'il faut accorder la priorité à la capacité de paiement, de maintien et de croissance des dividendes d'une entreprise à partir du flux de trésorerie généré par ses activités. Très souvent, un examen minutieux des entreprises qui offrent un rendement élevé en dividendes révèle qu'elles versent une part importante de leurs bénéfices sous forme de dividendes, qu'elles rachètent fréquemment des actions et qu'elles peuvent emprunter et constituer le levier nécessaire pour le faire. En cas de ralentissement économique, cette combinaison peut s'avérer problématique, à notre avis.

Cerner le levier d'exploitation élevé du PIB

Des entreprises, dont beaucoup des secteurs des produits industriels, des biens de consommation cycliques et des marchandises cycliques, affichent une forte croissance de leur chiffre d'affaires, une augmentation des marges et des gains robustes en bénéfices quand la croissance du PIB est supérieure à la tendance. Cela se produit souvent durant le stade avancé. Toutefois, quand l'économie ralentit ou bascule dans une récession, cette dynamique peut s'inverser, et souvent de manière très douloureuse. Nous croyons que ces actions ou groupes devraient figurer en tête de liste des éléments à éliminer quand le temps d'une approche défensive est venu.

Prêter attention à la vigueur relative

Le rendement relatif supérieur d'une action ou d'un groupe peut perdurer assez longtemps. Souvent, une part importante des actions qui font mieux que le marché pendant un an continuent de bien se comporter l'année suivante aussi. Et quand cette tendance disparaît, une longue période inconfortable de résultats décevants peut en découler. La vérification du comportement d'une action par rapport à son groupe et à l'ensemble du marché constitue un élément très utile de la diligence raisonnable relative aux portefeuilles.

Agir avant que la peur n'accomplisse le travail de la raison

Se préparer à naviguer en eaux troubles en planifiant une réduction du risque des portefeuilles. Réduire le risque de crédit dans les portefeuilles à revenu fixe constitue un bon point de départ.

On ne peut pas prédire, mais on peut se préparer

L'étape ultérieure du cycle économique signale qu'il est temps de commencer à formuler une stratégie d'atténuation du risque des portefeuilles. Le réputé investisseur en titres à rendement élevé Howard Marks a dit les célèbres paroles suivantes : « On ne peut pas prédire, mais on peut se préparer. » La croissance économique demeure vigoureuse, et la plupart des indicateurs que nous surveillons semblent indiquer qu'une récession est encore assez loin, mais il est sage de profiter du calme de la mer pour se préparer à naviguer en eaux troubles. Nous croyons que la réduction du risque de crédit des portefeuilles de titres à revenu fixe constitue un bon point de départ pour cet exercice parce que la compensation liée à la prise de tels risques est actuellement minimale et que la qualité du crédit s'est affaiblie.

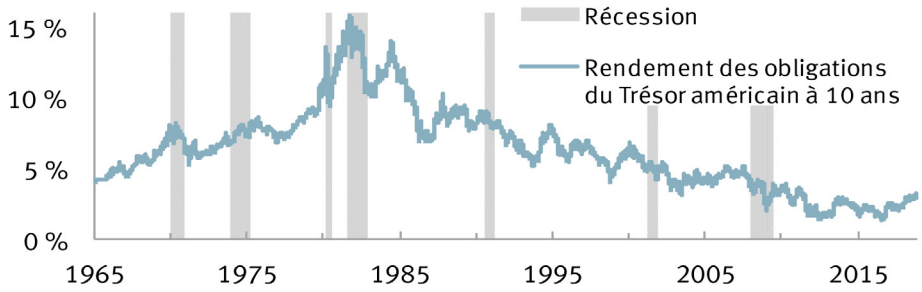
Mikhial Pasic, CFA
Vancouver, Canada
mikhial.pasic@rbc.com

Les taux d'intérêt plus élevés sont habituellement une caractéristique du stade avancé

Les taux d'intérêt ont tendance à augmenter sur une longue période à la fin d'un cycle économique en raison de la vigueur de l'économie et de la hausse de l'inflation. Ce processus est déjà bien engagé ; la Réserve fédérale a relevé son taux directeur de 0,00 % à 2,25 % au cours des trois dernières années. Entre-temps, le rendement des obligations du Trésor américain à 10 ans a augmenté de près de 200 points de base (pb) depuis juillet 2016.

Les taux d'intérêt augmentent en fonction de la vigueur de l'économie, mais ces taux plus élevés ralentissent en définitive l'économie et la plongent souvent dans une récession et une période durant laquelle les profits des sociétés diminuent. Les investisseurs obligataires obtiennent habituellement de mauvais résultats à mesure que les rendements s'élèvent

Les rendements des obligations d'État augmentent habituellement plus tard dans le cycle économique



Sources : Board of Governors of the Federal Reserve System, Réserve fédérale de St. Louis

jusqu'à un sommet avant une récession, alors que les actions ont tendance à se diriger vers un marché baissier aux alentours de l'arrivée réelle de la récession. Les obligations des émetteurs de titres de moindre qualité subissent souvent un « double choc » ; elles perdent d'abord de la valeur avec la hausse des taux, et elles en perdent encore plus quand la récession exerce des pressions sur ces entreprises qui présentaient déjà une situation financière relativement faible et qu'elle met en doute leur capacité à rembourser leurs dettes. À l'inverse, les obligations d'émetteurs de titres de qualité supérieure ont tendance à produire un meilleur rendement dans un tel contexte puisque les investisseurs sont à la recherche de flux de liquidités plus sûrs.

Il est difficile de déterminer à quel moment exact les taux d'intérêt plus élevés ralentiront l'économie. Toutefois, les rendements plus élevés des obligations et une éventuelle récession sont deux scénarios possibles pour lesquels les segments de moindre qualité du marché obligataire sont mal positionnés. Nous croyons que certaines de ces parties plus risquées des portefeuilles à revenu fixe où se sont réfugiés les investisseurs à la recherche de rendements plus élevés constituent un excellent point de départ pour le processus d'atténuation du risque.

Une meilleure méthode d'atténuation du risque : réduire le risque de crédit de moindre qualité

Les valorisations complètes des obligations à rendement élevé (à savoir les obligations inférieures à la note BBB) signifient que le rendement en revenu supérieur pour cette dette est modeste comparativement aux rendements des obligations ayant une note plus élevée. Nous croyons que ce contexte positionne ce segment de catégorie d'actifs de façon peu attrayante et le rend vulnérable aux relèvements de taux d'intérêt et à une récession. Une logique semblable peut être appliquée aujourd'hui au-delà des titres à rendement élevé. En général, les obligations moins bien notées – par exemple, les obligations de sociétés notées BBB par rapport aux obligations de sociétés notées A – connaîtront probablement une baisse plus importante des prix avec la hausse des taux, et leur notation faible par définition signifie qu'elles permettront moins de composer avec un ralentissement économique sur le plan financier.

Cet avantage limité en matière de rendement qu'offraient les obligations à rendement élevé signifie qu'elles proposent une plus petite marge de sécurité en cas de détérioration des conditions de crédit ou de la conjoncture économique. Les obligations garanties par l'État et les obligations de sociétés de première qualité connaissent habituellement une hausse de prix quand les banques centrales font marche arrière et commencent à réduire les taux pour soutenir une économie chancelante. Mais les emprunteurs de moindre qualité connaissent souvent des bouleversements commerciaux lors de ralentissements économiques, ce qui met en doute leur capacité de payer les intérêts et de rembourser le capital. Ce segment du marché obtient souvent de mauvais résultats en période de récession et quand les taux de défaillance augmentent inévitablement.

La réduction de la pondération des obligations de sociétés moins bien cotées peut libérer certaines sommes jusqu'à la véritable détérioration des conditions économiques. Nous croyons toutefois qu'il s'agit d'un résultat tolérable pour les investisseurs qui maintiennent leur part des actions. Les conditions favorables aux obligations à rendement

Le S&P 500 surclasse les obligations à rendement élevé quand les écarts de taux sont minces

Données allant du moment où les écarts sont inférieurs à 425 pb à l'instant où ils franchissent à nouveau la barre des 425 pb

Horizon de placement	Rendement de l'indice S&P 500	Rendement des obligations à rendement élevé	Rendement supérieur du S&P 500
Janv. 1994 à août 1998	120 %	44 %	76 %
Déc. 2003 à août 2007	49 %	31 %	18 %
Nov. 2013 à déc. 2014	20 %	5 %	15 %
Janv. 2017 à sept. 2018	35 %	10 %	25 %
Moyenne	**56 %**	**23 %**	**34 %**

Sources : Bloomberg, FactSet ; données calculées à l'aide du rendement total de l'indice global des obligations américaines à rendement élevé Bloomberg Barclays

élevé soutiennent aussi les actions en général, mais les actions offrent un potentiel haussier qui est moins limité. Le tableau ci-dessus met cet élément en évidence. La montée des obligations à rendement élevé est limitée parce que beaucoup de ces obligations se négocient près du prix de rachat, ou au-dessus de celui-ci dans certains cas, ce qui signifie que les émetteurs peuvent racheter les obligations s'ils sont en mesure de refinancer cette dette selon des dispositions plus favorables, avec des investisseurs qui reçoivent peu d'avantages.

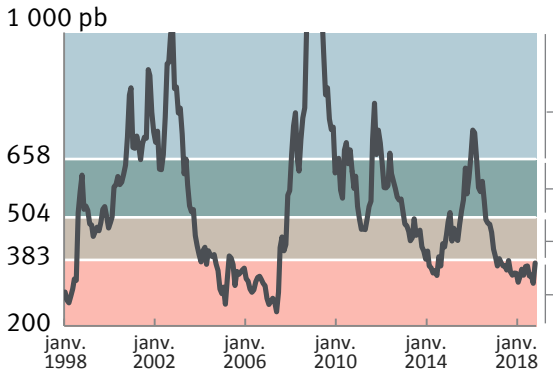
La compensation liée à l'acceptation du risque de crédit est modeste

La différence entre le rendement d'une catégorie d'obligations plus risquée (note plus basse habituellement) et celui d'une catégorie plus sûre (note plus élevée en général) s'appelle « écart de taux ». Les écarts de taux entre les obligations de qualité supérieure et celles de qualité inférieure sont très faibles actuellement puisque le montant associé au rendement supplémentaire offert en proportion du risque est modeste sur une base historique. Cela fait suite à l'importante hausse des rendements des obligations d'État et signifie qu'une portion plus grande du rendement total d'une obligation provient de la composante des obligations d'État plutôt que de la compensation pour l'acceptation d'un risque de crédit accru.

Le graphique ci-dessous illustre que les investisseurs s'en sortent habituellement mieux s'ils ne recherchent pas le montant modeste du rendement supplémentaire dans un marché obligataire à rendement élevé quand les écarts de taux sont aussi faibles.

Il y a eu compression des écarts de taux

Fourchette des écarts de taux à rendement élevé depuis 1998 divisée en quartiles et rendement historique



Rendements sur deux ans (annualisés)

Titres de sociétés à rendement élevé	Titres du Trésor américain	**Rendements excédentaires**
15,1 %	4,8 %	**10,3 %**
7,2 %	4,2 %	**3,0 %**
4,7 %	4,1 %	**0,6 %**
1,7 %	5,7 %	**-4,0 %**

Sources : Bloomberg, FactSet ; données calculées à l'aide de données sur le rendement total sur deux ans de l'indice global des obligations américaines à rendement élevé Bloomberg Barclays et de l'indice global de titres du Trésor américain Boomberg Barclays

Les écarts de taux minces permettent aux investisseurs de basculer de bien des manières vers des titres de qualité supérieure, souvent des obligations plus liquides en sacrifiant très modérément les rendements. Nous pensons que les investisseurs devraient prendre des mesures à cet égard avant que la croissance économique ne stagne, parce que le rendement délaissé pour l'acquisition de titres de qualité sera probablement plus important à ce moment.

La compensation réduite s'accompagne d'une protection moindre pour les investisseurs

Étant donné que les obligations plus risquées se sont bien comportées sur plusieurs années, les investisseurs se sont montrés ouverts à accepter des opérations de placement d'un groupe d'émetteurs plus vaste et à rendement moindre. Le nombre d'émetteurs européens d'obligations de sociétés et d'émetteurs souverains des marchés émergents a doublé depuis 2003. Entre-temps, aux États-Unis, les émissions de titres notés BBB représentent près de 50 % du marché actuel de catégorie investissement, comparativement à 32 % seulement en 2009.

La durée moyenne jusqu'à échéance des nouvelles émissions américaines de catégorie investissement a aussi doublé depuis 2006, soit de 7,5 ans à 15 ans, ce qui a transféré une part importante du risque de taux d'intérêt accru sur les investisseurs dans un contexte où plus de 1 billion de dollars d'obligations de sociétés devront être refinancés au cours des prochaines années. Pour la première fois depuis des années, un grand nombre d'emprunteurs procèdent à un refinancement à des taux plus élevés que ceux ayant servi à émettre la dette il y a cinq ans.

Les investisseurs en titres à rendement élevé doivent composer avec des conditions plus favorables à l'émetteur (c'est-à-dire moins favorables à l'investisseur) pour les nouveaux placements. Étant donné que les emprunteurs les moins solvables effectuent des transactions dans les marchés des prêts et des obligations à rendement élevé, les investisseurs ont habituellement demandé les meilleures protections pour ces opérations. Cela peut se faire en intégrant des dispositions dans les modalités de prêt ou le contrat obligataire servant à limiter la souplesse des emprunteurs de l'une des manières suivantes :

- les obligations ou les prêts peuvent être garantis par une priorité de créance visant des actifs ;
- interdire la création d'une autre dette ou la garantie des actifs contre de futurs emprunts ;
- forcer l'utilisation de niveaux minimaux du flux de trésorerie pour réduire la dette ;
- exiger que le flux de trésorerie dépasse la couverture des intérêts en fonction d'un seuil établi ;
- limiter la dette autorisée à un multiple du flux de trésorerie ;
- empêcher un emprunteur de vendre des actifs sans payer sa dette ;
- contrôler ou limiter les ajustements que peuvent faire les emprunteurs au flux de trésorerie déclarés lors du calcul des ratios.

Dernièrement, les émetteurs sont parvenus à réduire les protections offertes aux investisseurs en quête de rendement ; les investisseurs ne les ont pas demandées. Selon Moody's, environ 80 % des prêts émis au premier trimestre de 2018 étaient considérés comme ayant peu de clauses, c'est-à-dire qu'ils n'obligeaient pas les emprunteurs à respecter certaines normes financières, comme un niveau maximal d'endettement. Les exemples récents comprennent les emprunteurs qui ajustent les chiffres actuels du flux de trésorerie déclaré pour y inclure les économies de coûts attendues au cours des prochaines années, ou bien permettre aux émetteurs de vendre des actifs et d'utiliser des profits afin de verser des dividendes supplémentaires aux actionnaires au lieu de réduire la dette.

Début du processus d'atténuation du risque avec les crédits de moindre qualité

Il est toujours difficile de déterminer à quel niveau les taux d'intérêt plus élevés entraîneront un ralentissement de l'activité économique, mais il semble que nous nous dirigions vers une volatilité accrue alors que nous entamons une étape plus avancée du cycle économique. Comme le dit la maxime, « la peur accomplit le travail de la raison », et nous pensons qu'un peu de frayeur – peut-être engendrée par quelques pics de volatilité en 2018 – pourrait inciter les investisseurs à examiner leur portefeuille à revenu fixe afin de commencer le processus d'atténuation du risque et d'opter pour la qualité.

Fondement de la prochaine génération :

investir dans les infrastructures au 21e siècle

L'investissement dans les infrastructures est souvent écarté du revers de la main comme s'il s'agissait d'une chose du passé. À un moment où l'infrastructure mondiale s'apprête à faire l'objet d'une modernisation en vue du 21e siècle et où le secteur privé comble de plus en plus d'insuffisances de financement, nous examinons en quoi ce thème peut améliorer l'infrastructure des portefeuilles-titres.

Pénurie et décrépitude

Selon le Forum économique mondial, on néglige d'investir 1 billion de dollars américains chaque année dans les infrastructures à l'échelle mondiale. Les navetteurs de partout ne seront pas surpris de l'apprendre.

Les dépenses d'infrastructure améliorent non seulement la commodité et la sécurité, mais aussi la productivité, puisque des routes en mauvais état et des vols retardés freinent la croissance économique. Avec des avantages aussi évidents, pourquoi constate-t-on un tel sous-investissement ?

Il y a de nombreuses années, il était plus facile pour les gouvernements d'approuver des projets d'infrastructure. Après la Seconde Guerre mondiale, on a vu naître partout un fort consensus public quant au caractère souhaitable de vastes projets pouvant stimuler la croissance et créer des emplois tout en modernisant les infrastructures en vue de soutenir une société industrielle en constante évolution.

Qu'il soit question du réseau autoroutier interétatique des États-Unis (construit sur 35 ans à partir de la fin des années 1950), des autoroutes à grande vitesse partout en Europe, des trains superexpress au Japon, des trains à grande vitesse en Europe et des gigantesques aéroports partout dans le monde, ces projets ont non seulement suscité un sentiment de fierté nationale, mais ils ont aussi accru considérablement la richesse et la productivité.

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

Fondement de la prochaine génération

Aujourd'hui, les longs délais de développement obligent souvent les politiciens qui approuvent les projets d'infrastructure à porter le blâme des énormes budgets, des éventuels dépassements de coûts et des perturbations, mais ceux-ci demeurent rarement au pouvoir assez longtemps pour prendre le crédit des avantages. Aux États-Unis et ailleurs, la complexité des projets d'infrastructure est aggravée par la participation obligatoire des gouvernementaux régionaux, locaux et nationaux qui ont souvent des priorités contradictoires.

Il est clair pour tous qu'il faut relever ces défis, et la nécessité d'accroître les dépenses d'infrastructure est l'un des rares sujets pour lesquels il existe un accord bipartisan aux États-Unis. Et pourtant, les divisions au sein du Congrès pourraient rendre difficile l'adoption de tout projet de loi important sur les infrastructures.

Dénouer l'impasse

Dans d'autres pays, on observe l'avènement de plans tangibles visant à accroître les engagements en matière d'investissement dans les infrastructures, comme l'indique l'encadré ci-dessous. Nous nous attendons à d'autres projets nationaux d'infrastructure dans l'avenir. La politique budgétaire jouera probablement un rôle plus important pour contrer la prochaine récession, puisque les taux d'intérêt ne pourront sans doute pas tomber assez bas pour soutenir l'économie sans aide. Les banques centrales pourraient jouer un rôle : la Banque d'Angleterre, la Banque du Japon ou la Banque centrale européenne pourraient acheter des obligations du secteur des infrastructures ou des obligations émises par une banque d'infrastructure dirigée par un État.

Le nouveau visage des investissements dans les infrastructures

Les investissements dans les infrastructures ont connu deux grands changements au cours des 40 dernières années, soit l'expansion du rôle du secteur privé et l'élargissement considérable de la catégorie d'actifs.

Devant l'accentuation de l'ampleur, de la complexité et des besoins de financement des projets d'infrastructure, les gouvernements ont fait davantage appel au secteur privé. Pendant ce temps, les caisses de retraite, les fonds souverains et les compagnies d'assurance

Les ambitions de la Chine éclipsent d'autres plans

Principaux plans nationaux d'infrastructure

CHINE : Projet « Une ceinture, une route » (ou OBOR, pour « One Belt, One Road »)
Investissements : 5 billions de dollars d'ici à 2049*

La Chine souhaite construire une infrastructure dans plus de 50 pays le long de l'ancienne route de la soie. Défini par le président Xi Jinping, le projet OBOR constitue un fondement de la politique étrangère chinoise.

Exemples : Couloir économique Chine-Pakistan (60 milliards de dollars), liaison ferroviaire à grande vitesse entre la Chine et Singapour (23 milliards de dollars)

ALLEMAGNE : Plan fédéral d'infrastructure
Investissements : 265 milliards d'euros d'ici à 2030

L'Allemagne souhaite investir le tiers du montant total dans de nouveaux projets et utiliser le reste pour moderniser les infrastructures existantes, surtout les routes et les liaisons ferroviaires.

INDE : Plan du premier ministre Narendra Modi
Investissements : 250 milliards de dollars d'ici à 2022

Plan qui met l'accent sur les routes et le réseau ferroviaire vieillissant. L'objectif est de 35 000 km de routes d'ici à 2022.

UNION EUROPÉENNE : Plan Juncker
Investissements : 500 milliards d'euros d'ici à 2020

Ce programme a pour but d'encourager des investissements publics et privés.

Exemples : Large bande fixe à haut débit, Italie (500 millions d'euros), autoroute D4R7, Slovaquie (400 millions d'euros)

CANADA : Banque de l'infrastructure du Canada (BIC)
Investissements : 180 milliards de dollars canadiens d'ici à 2029

La création de la BIC facilitera l'aide financière fédérale pour attirer des investissements privés dans de nouveaux projets.

Exemple : Prolongement du rail léger de Montréal (1,28 milliard de dollars canadiens)

JAPON : Plan du premier ministre Shinzo Abe
Investissements : 111 milliards de dollars d'ici 2020-2021

Un programme d'infrastructures nationales de 61 milliards de dollars et un fonds de 50 milliards de dollars pour stimuler les investissements dans les infrastructures en Asie en réponse au projet OBOR de la Chine.

* Estimation de PwC en cas de mise en œuvre complète du plan. Source : RBC Gestion de patrimoine

ont découvert que les infrastructures de longue durée correspondaient souvent aux dettes à long terme avec lesquelles ils doivent composer. Les projets d'infrastructure produisent aussi un flux de trésorerie fiable dès le début de leur exploitation et ils comprennent souvent un mécanisme de rajustement en fonction de l'inflation.

Le domaine traditionnel des projets d'infrastructure (ponts, routes et production d'énergie électrique) s'est développé pour englober des réseaux de transport en commun rapide, des trains à grande vitesse, des aéroports, des réseaux de distribution électrique, des ports et des hôpitaux. Les nouveaux éléments comprennent les logements pour étudiants, les résidences-services qui permettent aux retraités de s'établir près des centres de soins de santé et des hôpitaux, la construction de l'infrastructure de la connectivité Internet mobile de cinquième génération (5G) qui offre un débit accru et permet la connexion simultanée d'un plus grand nombre d'appareils, la construction et l'entretien des réseaux de stations cellulaires, ainsi que les réseaux des bornes de recharge pour les véhicules électriques.

Investissements dans les infrastructures et cycle économique

Les investissements dans les infrastructures devraient produire des résultats relativement satisfaisants dans le contexte économique qui prédominera selon nous au cours de la prochaine décennie. La plupart des secteurs des infrastructures profitent de la croissance économique et de l'inflation dans une certaine mesure, et la demande a tendance à être relativement tenace en présence de replis.

La hausse des taux d'intérêt peut rendre plus difficiles les conditions d'investissement puisque les infrastructures sont habituellement financées par des dettes, mais l'effet dépendra de la structure du capital et du rendement possible de chaque projet.

Le secteur du transport est celui qui pourrait profiter le plus du contexte actuel

Effet de la croissance économique et de l'inflation

Secteur ou sous-secteur	Croissance accrue du PIB : effet sur les revenus	Inflation accrue : effet sur les revenus	Effet sur les coûts
Communications : traditionnel	🟡 La pression exercée sur les prix fait contrepoids à l'effet de la croissance accrue	🟢 Les tarifs ont tendance à être liés à l'inflation	🟡 Prix de base établi
Communications : infrastructure 5G	🟢 Les consommateurs devraient payer pour la connectivité supplémentaire	🟢 Les tarifs ont tendance à être liés à l'inflation	🟡 Prix de base établi
Énergie : conduites de gaz naturel et lignes électriques	🟡 La concurrence accrue des ressources renouvelables exerce une pression sur les sources d'énergie traditionnelles	🟢 Les prix ont tendance à être liés à l'inflation	🟡 Prix de base établi
Énergie : ressources renouvelables (p. ex., solaires, éoliennes)	🟢 Les moteurs les plus importants sont la croissance durable et la réglementation	🟢 Les subventions ont tendance à augmenter avec l'inflation	🟢 Une efficacité accrue fait diminuer les coûts
Société : hôpitaux, établissements	🟡 Peu d'effet	🟢 La plupart des tarifs sont liés à l'inflation	🔴 Hausse des coûts
Transport : routes, voies ferrées, aéroports	🟢 Les volumes sont touchés par la croissance du PIB	🟢 La plupart des tarifs sont liés à l'inflation	🟡 Prix de base établi
Services publics : réglementés (électricité, gaz, eau)	🟡 Peu d'effet	🟢 Les tarifs ont tendance à être liés à l'inflation	🔴 Hausse des coûts
Services publics : non réglementés (p. ex., services de gestion des déchets)	🟢 La demande et les prix ont tendance à augmenter	🟡 Les tarifs sont liés à l'inflation, mais ils sont limités par la concurrence et les pressions politiques	🔴 Hausse des coûts

🟢 Effet positif 🟡 Effet neutre 🔴 Effet négatif

Source : RBC Gestion de patrimoine

Un outil de diversification

Les investissements dans les infrastructures peuvent comporter de précieux avantages en matière de diversification. La plupart de ces investissements génèrent un flux de revenus à partir d'actifs stables à faible risque qui seraient moins touchés par un ralentissement économique. Voilà pourquoi les investissements dans les infrastructures devraient donc mieux s'en tirer que l'ensemble du marché en cas de repli.

L'efficacité de cet outil de diversification dépendra des investissements. Comme l'ensemble des catégories d'actifs, les projets d'infrastructure sont soumis à une vaste gamme de risques. À une extrémité, il y a les projets moins risqués, comme la production d'énergie électrique traditionnelle dans les économies développées où il est possible de contrôler les coûts, de mieux évaluer la demande et de se fier au cadre réglementaire. À l'autre extrémité se trouvent les projets novateurs inhabituels dans les économies émergentes où il se peut que les coûts explosent, que les contrats soient plus difficiles à exécuter, que l'appui du gouvernement s'estompe brusquement et que la volatilité de la devise rende imprévisibles les rendements. Les investissements plus risqués dans les infrastructures se comportent davantage comme des actions plus risquées, ce qui peut réduire ou éliminer les avantages de diversification de la catégorie d'actifs.

Investir dans les infrastructures

Les options d'investissement dans les infrastructures comprennent des actions, des fonds ou une combinaison des deux. Pour les titres individuels, les investisseurs pourraient se concentrer sur ce qui suit : les sociétés de transport ferroviaire, de pipelines et de services publics cotées en bourse ; les sociétés industrielles qui offrent de l'équipement, des services techniques ou des matériaux pour les projets ; ou les sociétés de gestion d'infrastructures.

En ce qui concerne les fonds, l'avantage le plus important est la capacité de diversification dans l'ensemble des industries, des régions géographiques et de l'échelle du risque. Les gestionnaires de fonds expérimentés sont bien placés pour évaluer les éléments complexes de chaque projet, mais aussi ses risques politiques, réglementaires et de change. Le choix d'un fonds s'appuie sur certains facteurs, dont les suivants :

- Dans quels actifs le fonds souhaite-t-il investir ?
  - Des actifs de longue durée avec des flux de trésorerie stables ou des actifs plus risqués dans le cadre de projets qui sont moins réglementés et qui sont plus exposés aux risques liés à la demande ?
  - Des projets de sociétés cotées en bourse ou non cotées en bourse et moins liquides dans des économies développées ou dans des économies émergentes ayant des profils de risque plus élevé ?
  - Des fournisseurs d'actifs, de services ou de matières premières qui peuvent ajouter un caractère cyclique aux rendements et de la variabilité dans les flux de revenus ?
  - Des projets établis ou de nouvelles entreprises qui peuvent s'avérer plus risquées tout en générant des rendements supérieurs ?
- Le fonds semble-t-il en mesure de récolter un flux de revenus à long terme ou achète-t-il des actifs sous-évalués pour profiter de leurs rendements par appréciation du capital sur une courte période ?

Conclusion

Les infrastructures constituent un thème de placement qui durera longtemps. Les demandes de réparation, de remplacement et de rénovation des infrastructures sont considérables dans l'ensemble des pays développés. Les économies émergentes ont besoin d'investissements tout aussi considérables dans les infrastructures pour atteindre leurs objectifs économiques et sociaux.

Le secteur privé est devenu une source importante de financement des infrastructures. Les actifs à long terme qui offrent un flux de revenus prévisible, souvent rajusté en fonction de l'inflation, constituent une solution attrayante pour les billions qui ne rapportent à peu près rien dans les comptes bancaires (9 billions de dollars dans les comptes bancaires aux États-Unis seulement) ou pour les billions supplémentaires qui ont été injectés dans les dettes contractées sur les marchés émergents ou des sociétés de moindre qualité au cours des dernières années. Nous nous attendons à ce que les investisseurs découvrent l'attrait de cette catégorie d'actifs dans une plus grande mesure au cours de la prochaine décennie.

En territoire inconnu :

changement générationnel dans les relations entre les États-Unis et la Chine

Le différend commercial entre les États-Unis et la Chine s'inscrit dans la grande lutte de la sécurité nationale, soutenue par des différences idéologiques. Cette situation complexe et controversée pourrait transformer la relation entre les deux plus grandes économies au monde et entraîner des conséquences pour les marchés financiers.

À la première rencontre entre le président Xi Jinping et le président Donald Trump, qui s'est déroulée au club de golf Mar-a-Lago, propriété de ce dernier, en Floride, en avril 2017, tout n'était que sourire et courtoisie. L'agence de presse officielle chinoise Xinhua a parlé de triomphe – en dépit du fait que le président Trump avait appris au président Xi, qui ne se doutait de rien, le tir de 59 missiles en direction de la Syrie tout en dégustant un « magnifique morceau de gâteau au chocolat » – et elle a déclaré que la rencontre s'était avérée positive et fructueuse et qu'elle marquait un nouveau point de départ pour les relations bilatérales les plus importantes au monde. Le président Trump avait louangé son amitié avec le président Xi et qualifié la relation d'« exceptionnelle ». Il s'agissait effectivement d'une amélioration comparativement aux propos tenus durant la campagne en 2016.

Jay Roberts, CFA
Hong Kong, Chine
jay.roberts@rbc.com

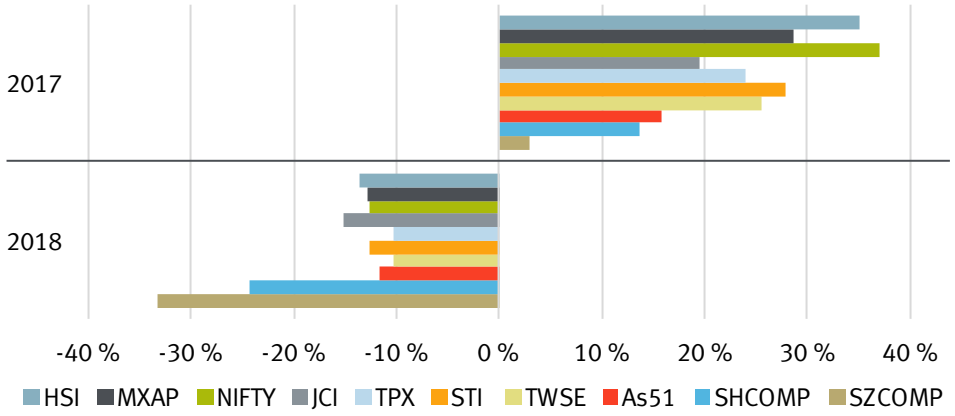
Depuis, et comme l'ont relevé diverses publications des *Perspectives mondiales* en 2018, l'influence des partisans d'une approche plus musclée envers la Chine n'a pas cessé de croître au sein de l'administration Trump. Cette administration est d'ailleurs rapidement passée de la parole aux actes. Jusqu'à présent, cette situation a mené à l'imposition de tarifs de 5 % à 25 % sur 250 milliards de dollars de marchandises provenant de la Chine, et d'autres hausses de tarifs sont prévues pour janvier 2019. La Chine a répliqué en conséquence en imposant ses propres taxes à 160 milliards de dollars de marchandises américaines, affirmant ainsi fermement sa propre conviction quant à son état de puissance mondiale qui ne courbera jamais l'échine.

Les marchés boursiers chinois se sont fortement repliés en territoire baissier, même si cela se produit dans un contexte de mise en œuvre de la politique chinoise visant un désendettement financier, terme complexe qui renvoie simplement au fait de

Après une forte poussée en 2017, les actions asiatiques ont perdu certains gains en 2018, notamment à cause des actions de la Chine continentale.

Principaux indices boursiers asiatiques : rendements annuels cumulatifs pour 2017 et 2018

En dollars américains



Indices présentés : indice Hang Seng de Hong Kong (HSI), indice MSCI Asie-Pacifique tous les pays (MXAP), indice Nifty 50 (NIFTY) de la National Stock Exchange of India, indice composite de la Bourse de Jakarta (JCI), indice Tokyo Stock Price Index (TPX) de la Bourse de Tokyo, indice Straits Times (STI), indice pondéré (TWSE) de la Bourse de Taïwan, indice S&P/ASX 200 (As51), indice composite de la Bourse de Shanghai (SHCOMP), indice composite de la Bourse de Shenzhen (SZCOMP)
Sources : RBC Gestion de patrimoine, Bloomberg ; données prises en compte jusqu'au 5 novembre 2018

s'occuper des secteurs plus risqués des prêts dans l'économie. La devise chinoise a fléchi. Dernièrement, les investisseurs mondiaux, et le marché américain dominant, ont commencé à comprendre que ce qui se déroule entre les États-Unis et la Chine dépasse grandement le positionnement politique. L'enjeu est beaucoup plus vaste.

En septembre, le président Trump a accusé la Chine de s'ingérer dans les élections américaines de mi-mandat[1], laissant entendre que le président Xi ne faisait « peut-être plus partie de ses amis ». Un euphémisme, peut-être. Comme les choses ont changé.

Plan B

Il n'est pas seulement question d'un différend commercial. Il est principalement question d'une lutte pour la sécurité nationale qui touche aux grands thèmes suivants : le leadership technologique ; les lois, règlements et comportements ; une accusation générale d'ingérence étatique ; et des différences idéologiques.

Tous les présidents américains ont le devoir de produire une *stratégie de sécurité nationale*. Le président a présenté la sienne en décembre 2017 en un temps record. Remarques : « La Chine et la Russie défient la puissance, l'influence et les intérêts des États-Unis en tentant de miner la sécurité et la prospérité américaines. Ils sont déterminés à rendre les économies moins libres et équitables, à développer leurs capacités militaires et à exercer un contrôle sur les renseignements et les données pour réprimer leurs sociétés et étendre leur influence[2]. »

Les doléances exprimées dans le rapport du représentant américain au Commerce de mars 2018, demandé par le président Trump en août 2017, s'articulent autour du présumé vol de propriété intellectuelle par la Chine, du transfert forcé de technologies, de l'accès limité au marché et des cyberattaques parrainées par l'État[3].

Il est donc pratiquement impossible que tout cela soit résolu par une courte rencontre et une poignée de main entre le président Trump et le président Xi. Au mieux, à court terme, on s'entendra pour repousser les hausses de tarifs, par exemple, ou reprendre les négociations (qui sont minimes actuellement). Les États-Unis ont cependant déclaré

[1] https://www.theguardian.com/us-news/2018/sep/26/trump-china-beijing-election-midterms-interference-claim
[2] https://www.whitehouse.gov/wp-content/uploads/2017/12/NSS-Final-12-18-2017-0905.pdf. Page 12.
[3] Voir l'article « En première ligne dans le conflit commercial » dans les *Perspectives mondiales hebdomadaires* du 2 août 2018.

qu'ils refuseraient maintenant toute négociation sans le dépôt d'un plan concret sur la technologie par la Chine[4].

De plus, bien que le différend se soit aggravé au cours de la dernière année, il se préparait réellement depuis de nombreuses années. L'administration Obama avait traité de questions semblables. Aujourd'hui encore, malgré l'énorme gouffre qui se creuse entre les républicains et les démocrates, la question des relations avec la Chine est l'un des rares enjeux qui jouissent d'un appui bipartisan absolu, y compris de certains des plus virulents critiques du président Trump au sein du camp démocrate.

Les États-Unis ont longtemps cru que leurs relations avec la Chine entraîneraient les changements souhaités au fil du temps. Ils délaissent actuellement cette croyance. La mise en œuvre du plan B est commencée, et ce plan ne comprend pas que des tarifs[5]. La Chine a répliqué en refusant de céder publiquement. Les médias d'État qualifient les méthodes américaines de « chantage extrême ». Xi Jinping a prononcé un discours lors d'une foire commerciale tenue à Shanghai le 5 novembre. Il y a annoncé « un nouveau cycle d'ouverture de haut niveau ». Il a aussi déclaré que le système de libre-échange est menacé et lancé quelques critiques à peine voilées à l'endroit des États-Unis.

Traversée du Rubicon

Depuis le début du conflit, des représentants des États-Unis ont émis publiquement de nombreux commentaires soulignant la gravité de la situation et la volonté des États-Unis d'avoir une nouvelle stratégie.

Le commentaire le plus véhément a été fait lors d'un discours – l'histoire l'appellera peut-être *le* discours – prononcé par le vice-président Mike Pence le 4 octobre à Washington[6]. Pendant 40 minutes, le vice-président Pence a riposté de façon cinglante à la Chine à propos d'une vaste gamme d'enjeux allant bien au-delà du commerce. L'éventail des récriminations et accusations sur de nombreux aspects comme les affaires commerciales, l'idéologie politique, le développement des capacités militaires et les droits de la personne ; la durée du discours ; son insistance totale sur la Chine ; et le fait qu'il a été prononcé par le deuxième représentant officiel en importance des États-Unis sont tous des éléments qui, pris ensemble, produisent un effet pouvant s'apparenter à une traversée du Rubicon pour les États-Unis. De son côté, la Chine s'interroge sur son rôle dans un monde unipolaire soumis à l'hégémonie américaine.

La nature de la relation stratégique entre les États-Unis et la Chine subit un profond changement générationnel, à notre avis. Nous nous attendons à ce que cette divergence demeure pendant que les deux pays s'efforcent d'éliminer certaines interdépendances au fil du temps. La méfiance s'accentue des deux côtés. Nous croyons que le processus perdurera et qu'il sera parsemé d'épisodes de véritables tensions.

Conséquences économiques et réaction des marchés

L'économie américaine est principalement axée sur le consommateur et le marché intérieur. Si les mesures économiques sont limitées à des tarifs modérés, nous croyons que l'effet sur les États-Unis pourra être géré durant les périodes d'expansion. Toutefois, les actions secondaires imprévisibles, comme la limitation de l'accès au marché en Chine ou l'imposition d'une série de sanctions très sévères, s'avéreraient plus néfastes pour certaines entreprises, à notre avis. De plus, l'incidence inflationniste des tarifs n'est pas claire – à un moment où les rendements des obligations américaines exercent une pression à la hausse sur le relèvement des taux de la Réserve fédérale et les données économiques solides.

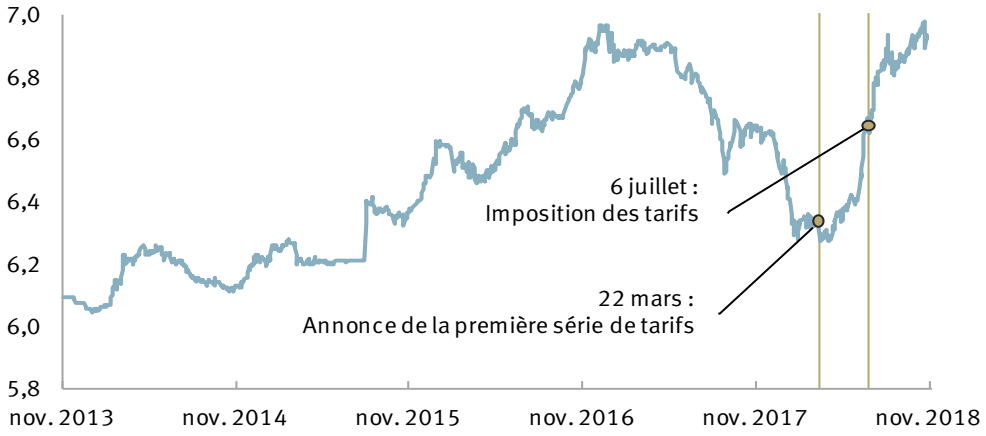
Pour la Chine, l'effet d'une guerre commerciale complète serait beaucoup plus important, car une réduction de la croissance pouvant atteindre 0,7 % pourrait en découler, selon une estimation du gouvernement chinois. Toutefois, l'économie de la Chine est plus axée sur le consommateur et les services que bien des gens peuvent le croire, à notre avis.

[4] https://www.wsj.com/articles/u-s-wont-resume-trade-talks-without-firm-proposal-from-a-wary-china-1540465201
[5] https://www.reuters.com/article/us-usa-trade-china-semiconductors/us-restricts-exports-to-chinese-semiconductor-firm-fujian-jinhua-idUSKCN1N328E
[6] https://www.whitehouse.gov/briefings-statements/remarks-vice-president-pence-administrations-policy-toward-china/

En territoire inconnu

La devise chinoise est tombée à son niveau le plus bas par rapport au dollar depuis 2008 en raison des tarifs douaniers américains.

Taux de change entre le yuan chinois et le dollar américain



Sources : RBC Gestion de patrimoine, Bloomberg ; données prises en compte jusqu'au 8 novembre 2018

Les marchés boursiers de la Chine, de Hong Kong et, dans une certaine mesure, d'ailleurs en Asie ont réagi rapidement et négativement depuis l'imposition des premiers tarifs. L'indice Hang Seng de Hong Kong s'est replié 8 mois sur 10 en 2018. L'indice MSCI Chine a été révisé à la baisse pendant six mois consécutifs. Il faut arrêter cette tendance avant que les investisseurs ne puissent devenir plus constructifs, à notre avis.

Malheureusement pour la Chine, le différend survient dans une période de désendettement financier, qui, en soi, produit un effet sur la capacité des entreprises chinoises à exploiter les marchés des capitaux intérieurs. Par exemple, certains promoteurs immobiliers chinois ont été contraints d'offrir des rendements nettement plus élevés lors de l'émission de nouvelles obligations.

Nous avons commencé à observer un soutien à la politique de la Chine pour le marché boursier. Traditionnellement, le marché a touché un creux d'un à six mois après l'annonce d'un tel soutien, mais chaque situation est différente. Nous prévoyons un affaiblissement de la devise chinoise à 7,00 par rapport au dollar américain, mais nous croyons que les autorités ne toléreront pas de liquidation désordonnée.

Le différend a aussi des effets importants sur d'autres marchés boursiers asiatiques. Certains de ces marchés s'approchent de niveaux pour lesquels la valorisation peut devenir favorable (consultez les *Perspectives mondiales hebdomadaires* du 25 octobre pour de plus amples renseignements).

Désormais, le fossé grandissant entre les États-Unis et la Chine aura des conséquences sur les taux de croissance économique (même si les avantages peuvent s'intensifier dans d'autres pays selon le mouvement des chaînes d'approvisionnement). Nous croyons toutefois que cette situation entraînera une érosion continue de la croissance plutôt qu'un choc. L'effet sur certaines entreprises sera négligeable ; pour d'autres, il pourrait s'avérer plus important. Les investisseurs devraient prendre en considération ces éléments lors de la création et de la gestion des portefeuilles.

Intelligence artificielle : bienvenue à l'ère de la transformation

Nous faisons la lumière sur l'intelligence artificielle (IA) et nous dégageons les faits de l'engouement suscité par ce que peut faire ou non l'IA aujourd'hui. Nous approfondissons le boom technologique de l'IA ainsi que les véritables possibilités qu'elle offre en vue d'une stratégie de placement puisque ces innovations transformatrices ne disparaîtront pas.

Iryna Drobysheva
Singapour
iryna.drobysheva@rbc.com

Juan Aronna
Singapour
juan.aronna@rbc.com

L'intelligence artificielle a dominé les manchettes, qu'il soit question du potentiel transformateur qu'elle offre à la société, aux entreprises et aux gouvernements, ou des scénarios alarmistes de science-fiction. Elle suscite bien du battage, et la première étape de l'évaluation de la portée de cet effet consiste à la démystifier et à comprendre ce qu'elle propose.

L'IA est un concept global qui couvre une vaste gamme de disciplines et de technologies, comme l'apprentissage machine, l'apprentissage profond et l'informatique cognitive, entre autres.

Le volet « intelligence » de l'IA constitue le fondement des possibilités technologiques ; l'intelligence fait référence à la capacité d'association de la compréhension et de la logique afin de tirer des leçons d'expériences passées. Les êtres humains traitent les renseignements de cette manière tous les jours, sans même y penser. On peut donc percevoir l'IA comme un ensemble d'algorithmes (logique), de programmes (instructions données à un ordinateur) et de modèles statistiques qui interagissent pour produire un résultat très semblable à celui de l'intelligence humaine.

Toutefois, l'IA est incapable d'associer des idées ou de comprendre précisément *pourquoi* quelque chose se produit ; il s'agit là d'un autre aspect important de la réflexion humaine. Un ouvrage publié par *New Scientist* sur la question indique que « l'IA ne peut pas nous arracher nos emplois, notre dignité ou nos droits. Seuls d'autres êtres humains peuvent le faire ». Cette citation laisse entendre que les humains sont les uniques responsables de leur avenir. En d'autres termes, pour le moment, c'est l'être humain qui commande l'IA et non pas l'inverse.

Sous-ensemble de l'IA

Intelligence artificielle

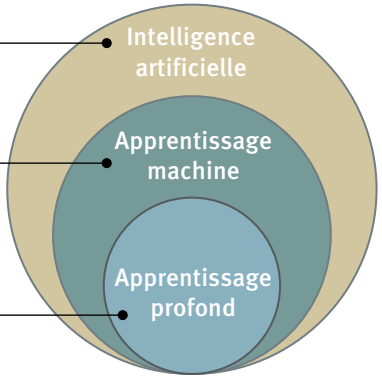
Toute technique qui permet aux ordinateurs de reproduire le comportement humain.

Apprentissage machine

Sous-ensemble de l'IA. Il a recours à des méthodes statistiques pour permettre aux machines d'apprendre et de s'améliorer avec l'expérience.

Apprentissage profond

Sous-ensemble de l'apprentissage machine. Il rend possibles les calculs de réseaux neuronaux multicouches.



Source : Ian Goodfellow, Yoshua Bengio et Aaron Courville. *Deep Learning*. MIT Press, 2016, www.deeplearningbook.org/contents/intro.html

Renaissance de l'IA

L'IA semble être un concept tiré tout droit du 21e siècle, mais il ne s'agit pas d'une nouveauté. Le terme a été créé en 1956, et l'IA est passée par diverses étapes au début de son développement, puis elle a connu une léthargie. Au cours des années 1970 et plus tard dans les années 1990, les travaux de recherche se sont complètement arrêtés pendant près de deux décennies en raison des promesses non tenues et du manque de financement, des moments connus sous le nom des « hivers de l'IA ».

Sa renaissance a été provoquée par une amélioration simultanée de facteurs qui n'avait jamais été vue auparavant : la disponibilité d'immenses quantités de données (mégadonnées), l'avancement des algorithmes d'apprentissage machine, le stockage abordable des données et la capacité informatique accrue des unités de traitement graphique (UTG) qui réduisent considérablement le temps de calcul. L'IA ne serait pas pleinement viable s'il lui manquait une seule de ces améliorations. Il faut penser, par exemple, à la chute considérable des coûts de stockage qui permet aux utilisateurs de l'IA de sauvegarder des quantités auparavant inimaginables de données, et ces volumes de données doublent tous les deux ans. En 1980, un gigaoctet de stockage coûtait 437 000 $; en 2016, le coût avait dégringolé à un peu moins de 0,02 $.

Humain + machine

Nous pouvons définir l'IA en termes généraux, mais il n'existe pas de définition uniforme acceptée de tous. Un philosophe la considérerait d'un point de vue existentiel, mais un informaticien évaluerait la capacité d'une machine à effectuer des tâches exigeant une intelligence humaine, et un économiste pourrait analyser l'effet de l'IA sur la croissance du PIB.

En général, la plupart des références à l'IA s'articulent autour de trois grandes étapes de développement : l'intelligence artificielle étroite, l'intelligence artificielle générale et la superintelligence artificielle (tous les termes sont définis dans le tableau à la page suivante). Il est toutefois important de savoir que seule l'intelligence artificielle étroite est éprouvée aujourd'hui, alors que le battage relatif à la prise de possession du monde par l'IA renvoie aux deux autres aspects de phases naissantes.

Certaines personnes comprennent le potentiel des importantes percées de l'IA, surtout en lien avec le cerveau humain. Ray Kurzweil, futuriste et directeur de l'ingénierie de Google, laisse entendre que le cerveau humain a été « limité par une architecture fixe et fermée » au cours des 4 000 dernières années et que l'IA peut « élargir notre néocortex », la partie du cerveau responsable des fonctions avancées, de manière quantitative et qualitative. Lors d'une conférence TED Talk, il a déclaré que « s'il vous faut plus de néocortex, vous pourrez en obtenir en vous y connectant directement par infonuagique à partir de votre cerveau. Cette quantité supplémentaire deviendra encore un facteur habilitant pour une autre percée qualitative en matière de culture et de technologie ».

Trois grandes étapes du développement de l'IA

Étape	Applications	État
Intelligence artificielle étroite	Elle est limitée à une fonction, à une tâche ou à un objet, comme la reconnaissance visuelle ou vocale, le regroupement de données, l'optimisation, la prévision et la compréhension du langage naturel.	Technologie très éprouvée
Intelligence artificielle générale	Elle n'est pas limitée à un seul domaine. Elle englobe la résolution de problèmes, le raisonnement et la cognition. Elle comprend pourquoi quelque chose se produit et s'inspire d'une multitude d'expériences et de modèles de conceptualisation pour élaborer des scénarios réels (p. ex., plans d'action, prévisions, etc.).	Technologie non éprouvée
Superintelligence artificielle	Elle couvre tous les domaines et dépasse l'intelligence humaine à bien des égards.	Technologie à l'état préembryonnaire

Source : RBC Gestion de patrimoine

Cette perspective peut s'avérer excitante pour certains, et horrible pour d'autres. Il est intrigant d'examiner de futurs scénarios, mais il faut encore voir dans quelle mesure des projections à grande portée comme celles-ci se concrétiseront. Même en l'absence de progrès importants, l'IA offre déjà aujourd'hui de grandes possibilités, et il nous semble évident que l'expertise humaine peut tirer avantage de la combinaison de l'intelligence humaine et de l'intelligence machine, qui surpasse ces deux types d'intelligence pris de façon indépendante.

La transformation de l'IA commence à peine

L'IA a déjà commencé à faire sa marque dans de nombreuses industries variées. Pour la première fois dans son histoire de plusieurs décennies, elle fait l'objet d'une commercialisation. Les géants de l'Internet y ont recours pour optimiser la recherche et recommander des produits, entre autres, et des entreprises hors du secteur de la technologie ont commencé à implanter l'IA pour détecter des fraudes, reconnaître des visages, améliorer l'expérience des utilisateurs et bien d'autres choses. Elle a même fait des percées dans les arts et les médias ; en effet, une peinture créée dernièrement par une IA a été vendue 432 500 $ lors d'une vente aux enchères chez Christie's, et le premier présentateur de nouvelles à IA au monde a été mis en service en Chine.

Actuellement, on estime le marché mondial de l'IA à environ 7,3 milliards de dollars et l'on prévoit qu'il atteindra 90 milliards de dollars en 2025, selon les données de Statista. L'Amérique du Nord devrait être le plus grand consommateur de ce marché avec son usage croissant d'applications d'IA dans différents marchés verticaux d'entreprises, et la région Asie-Pacifique connaîtra probablement l'intégration la plus rapide de la nouvelle technologie, selon Reuters. L'IA se présente rapidement comme une industrie à part entière.

Effet de l'IA sur les grands secteurs

Étant donné que la commercialisation de l'IA et sa présence sur les marchés boursiers publics sont relativement nouvelles, elle offre jusqu'à présent des possibilités limitées pour les investissements de sociétés non diversifiées. Les bénéficiaires directs sont limités à des domaines comme les logiciels, où certaines entreprises ont l'avantage d'être des précurseurs. Au fil du temps, comme on l'a vu pour d'autres avancées technologiques (p. ex., Internet), le très grand nombre de nouvelles entreprises privées d'IA sera probablement réduit à quelques gagnants seulement, à notre avis.

On pourrait également investir dans des bénéficiaires indirects, des entreprises qui profiteraient de l'intégration de technologies d'IA dans leurs activités. Outre les secteurs de la technologie et des services de télécommunications, nous nous attendons à ce que cinq industries profitent de la situation dans un proche avenir : les soins de santé, le transport, l'industrie manufacturière, la vente de détail et la finance.

Soins de santé

Les innovations en matière d'IA émergent très rapidement dans le secteur des soins de santé, ce qui en fait l'industrie la plus prometteuse à notre avis, puisque la reconnaissance des images a grandement amélioré les diagnostics – détection du cancer de la peau avec présence de mélanome avec une précision de 95 %, par exemple –, la prise de décision et le suivi des patients. La combinaison de mégadonnées et de l'IA ouvre la porte à de nouvelles thérapies personnalisées qui remplacent les protocoles universels qui ont caractérisé le traitement des cancers depuis des décennies. Le diagnostic et le traitement des maladies cardiaques pourraient en profiter de la même manière. L'apprentissage profond et les outils d'analyse prédictive réduisent les coûts et la durée de développement des médicaments en prévoyant l'usage thérapeutique de nouveaux médicaments, ce qui permet de faire d'importants gains en efficacité.

Transport

Les praticiens de l'industrie s'attendent à ce que les véhicules autonomes transforment l'avenir du transport avec d'autres solutions axées sur l'IA qui feront ce qui suit : prévoir la circulation et analyser les parcours des piétons pour réduire les accidents, accélérer la circulation et déplacer efficacement les marchandises ; réduire la congestion, la pollution atmosphérique et la consommation d'énergie ; et libérer de précieux terrains et actifs physiques actuellement consacrés au logement et à l'entreposage d'automobiles qui sont souvent utilisées moins d'une heure par jour.

Secteur manufacturier

L'IA facilite la prévision de la production et le contrôle de la qualité grâce à la robotique et aux technologies de capteurs. Dans son plan stratégique décennal intitulé « Made in China 2025 », la Chine réorganise son potentiel industriel, et l'International Federation of Robotics s'attend à ce que la Chine représente 40 % des ventes mondiales totales de robots en 2019.

Commerce de détail

Les applications de l'IA dans le commerce électronique comprennent des outils de découverte de produits comme la recherche visuelle, la réalité virtuelle tridimensionnelle, les recommandations personnalisées de produits, la commercialisation ciblée et une éventuelle livraison à l'aide de drones utilisant l'IA ou d'autres véhicules autonomes. Qui plus est, l'analyse prédictive de l'IA peut offrir, et dans certains cas offre déjà, une gestion rapide et juste à temps des stocks qui permettrait aux détaillants traditionnels de concurrencer plus efficacement la menace en ligne.

Services financiers

L'IA fait d'énormes progrès en matière d'assistants virtuels, de robots conversationnels, de reconnaissance vocale, de nouvelles sources de données, de modèles de négociation perfectionnés, d'évaluation des risques en temps réel, de mise au point de nouveaux instruments financiers et de bien d'autres choses.

Investissements ex machina

Nous croyons que l'IA offre des possibilités de transformation pour la société, les gouvernements et les entreprises, même si l'état de la technologie n'est pas aussi avancé que le battage qu'elle suscite. Tout comme d'autres périodes de changement industriel ou technologique rapide, nous nous attendons à ce que l'avènement de l'IA accroisse considérablement la richesse mondiale au cours des prochaines décennies. Il est cependant peu probable que la répartition de cette richesse accrue soit faite de manière équitable ou « juste ». Il y aura sans doute de grands bouleversements qui départageront des gagnants et des perdants.

Nous sommes toutefois convaincus que l'IA est là pour de bon. Comme avec l'arrivée des ordinateurs, de l'automatisation et d'Internet, les entreprises qui saisissent les occasions qu'offre l'IA et qui comprennent les menaces qu'elle représente pour la compétitivité feront probablement meilleure figure que celles qui décideront de l'ignorer ou de lancer un combat d'arrière-garde pour empêcher son apparition. Nous croyons que la prise en compte de son effet sur les choix et décisions de placement deviendra rapidement un élément incontournable plutôt qu'un aspect simplement accessoire.

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 ; stratégiste, Placements, RBC Dominion valeurs mobilières Inc.

Kelly Bogdanova – coprésidente ; analyste de portefeuille, Services-conseils en gestion de portefeuille – Actions américaines, RBC Gestion de patrimoine, RBC Marchés des Capitaux, SARL

Frédérique Carrier – coprésidente ; première directrice générale, chef, Stratégies de placement, Royal Bank of Canada Investment Management (U.K.) Limited

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

Craig Bishop – stratégiste en chef, Stratégie des titres américains à revenu fixe, Services-conseils en gestion de portefeuille, RBC Gestion de patrimoine, RBC Marchés des Capitaux, SARL

Laura Cooper – chef, Change et solutions stratégiques, Royal Bank of Canada Investment Management (U.K.) Limited

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

Tom Garretson, CFA – stratégiste, 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.

Jay Roberts, CFA – chef, Produits et solutions de placement, RBC Gestion de patrimoine – Hong Kong, RBC Investment Services (Asia) Limited

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

Alastair Whitfield – chef, Titres à revenu fixe – îles Britanniques, Royal Bank of Canada Investment Management (U.K.) 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 CSPR est présidé par Daniel Chornous, CFA, chef des placements, RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

Autres auteurs de *Perspectives mondiales* :

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

Mikhial 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.

Iryna Drobysheva – directrice, Innovation et Stratégie des produits, succursale de Singapour de Banque Royale du Canada

Juan Aronna – chef, Produits et solutions de placement – Asie, succursale de Singapour de Banque Royale du Canada

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 la 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 et Mikhial Pasic, des employés de RBC Dominion valeurs mobilières Inc., société étrangère affiliée de RBC Gestion de patrimoine – États-Unis ; Frédérique Carrier, Laura Cooper et Alastair Whitfield, des employés de Royal Bank of Canada Investment Management (U.K.) Limited, société étrangère affiliée de RBC Gestion de patrimoine – États-Unis ; Jay Roberts, un employé de RBC Investment Services (Asia) Limited ; et Chun-Him Tam, Iryna Drobysheva et Juan Aronna, des 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), le Portefeuille dirigé croissance toutes cap. (RL 12) et les listes précédentes intitulées Portefeuille dirigé de sociétés à grande capitalisation (RL 7), le Portefeuille dirigé de sociétés à moyenne capitalisation 111 (RL 9), et le Portefeuille dirigé d'actions mondiales (États-Unis) (RL 11). 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 Premier choix/Rendement supérieur, Rendement secteur et Rendement inférieur de RBC Marchés des Capitaux, SARL 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.

Distribution des notations – Recherche sur actions, RBC Marchés des Capitaux, SARL
Au 30 septembre 2018

			Services bancaires en investissement fournis au cours des 12 derniers mois	
Notation	Nombre	Pourcentage	Nombre	Pourcentage
Achat [Premier choix/Rendement supérieur]	859	54,33	251	29,22
Conservation [Rendement secteur]	646	40,86	125	19,35
Vente [Rendement inférieur]	76	4,81	5	6,58

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

Évaluation du risque : La cote de **« Risque spéculatif »** traduit un niveau faible 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 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 des sociétés membres de RBC Marchés des Capitaux, SARL et ses sociétés affiliées.

Autres déclarations

Fournis 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 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 deuxième partie de la formule ADV de la société ou dans le document d'information de l'équipe des conseillers en placement. 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 deuxième partie de la formule ADV ou le document d'information, 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 ; et Royal Bank of Canada Investment Management (U.K.) Limited, société de gestion de placements 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 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 lui 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 ou indirecte découlant de 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 préalable de la Banque Royale du Canada. 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 Royal Bank of Canada Investment Management (U.K.) Limited et RBC Investment Solutions (CI) Limited. Royal Bank of Canada Investment Management (U.K.) Limited est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority (numéro de référence : 146504). Bureau inscrit : Riverbank House, 2 Swan Lane, Londres, EC4R 3BF, 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. Services financiers offerts en Australie : Des services financiers peuvent être offerts en Australie conformément à la loi pertinente. Les services financiers de la succursale de Hong Kong de Banque Royale du Canada sont offerts conformément à la licence de services financiers pour l'Australie (« AFSL ») de Banque Royale du Canada (nº 246521).

Aux résidents de Singapour : La présente 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 garants 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.

© 2018 RBC Marchés des Capitaux, SARL – Membre du NYSE, de la FINRA et de la SIPC
© 2018 RBC Dominion valeurs mobilières Inc. – Membre du Fonds canadien de protection des épargnants
© 2018 RBC Europe Limited
© 2018 Banque Royale du Canada
Tous droits réservés
RBC1524