Août 2018

RBC GESTION DE PATRIMOINE

Perspectives mondiales

Perspectives du Comité des Services-conseils en gestion mondiale de portefeuille

Routes commerciales épineuses

Les conflits tarifaires pourraient encore provoquer des turbulences, mais nous pensons que les économies et les marchés devraient pouvoir gérer, à terme, les oppositions commerciales.

Kelly Bogdanova | Page 4

Article de fond
En première ligne dans le conflit commercial

Actions mondiales
Un système de soutien

Titres mondiaux à revenu fixe
Une période pas si creuse

Marchandises
Prix de l'essence : plus complexes qu'il n'y paraît

Voir les déclarations importantes et obligatoires sur les analystes qui ne sont pas américains à la page 26.

RBC Gestion de patrimoine

Table des matières

4 Routes commerciales épineuses

C'est assurément l'année des tarifs : la querelle commerciale entre les États-Unis et la Chine pourrait s'aggraver avant de s'apaiser et une réinitialisation de l'ALENA ne semble pas imminente. Cependant, tant et aussi longtemps que la croissance de l'économie et des bénéfices ne sera pas sérieusement en danger, les marchés boursiers devraient être en mesure de traverser cette période.

9 En première ligne dans le conflit commercial

L'excédent commercial de la Chine avec les États-Unis n'est pas le véritable enjeu de l'affrontement. Le cœur du problème, c'est que les États-Unis exigent que la Chine modifie ses lois, sa réglementation et son comportement.

14 Actions mondiales : un système de soutien

Même si l'intensification des tensions tarifaires mobilise une grande partie de l'attention des investisseurs, les marchés boursiers de la plupart des pays développés présentent des perspectives positives, les bénéfices étant robustes et les prévisions des équipes de direction, optimistes. Par ailleurs, toutes les grandes économies demeureront soutenues par des mesures de stimulation budgétaire considérables, ce qui laisse entrevoir une croissance soutenue du PIB mondial l'an prochain.

18 Titres mondiaux à revenu fixe : une période pas si creuse

Alors que nous sommes nombreux à nous réjouir du répit estival, les banques centrales ne connaissent pas vraiment d'accalmie, car l'actualité est foisonnante et pourrait continuer de perturber les marchés jusqu'à tard cet automne.

Les coulisses des marchés

3 *Position de RBC en matière de placements*

14 *Actions mondiales*

18 *Titres mondiaux à revenu fixe*

21 *Marchandises*

22 *Devises*

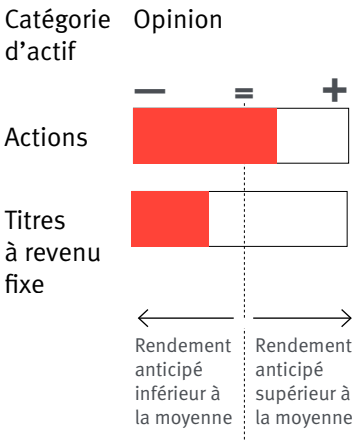
23 *Principales prévisions*

24 *Feuille de pointage du marché*

Toutes les valeurs sont en dollars américains et établies au 31 juillet 2018, à la clôture du marché (sauf indication contraire).

Position de RBC en matière de placements

Opinions sur les actifs mondiaux



Voir la section « Explication des opinions » pour plus de détails

Source : RBC Gestion de patrimoine

Actions

- Nous conservons notre légère surpondération en actions. Les questions qui ont préoccupé les marchés récemment, comme les litiges commerciaux, l'aplatissement de la courbe des taux ou l'endettement en Chine, continuent de peser sur les marchés et causeront probablement des épisodes de volatilité si elles viennent à l'avant-plan.
- Pourtant, en dépit de l'avancement du cycle économique aux États-Unis, il n'y a aucun signe de récession imminente à l'horizon. Rassurés, nous continuons d'accorder le bénéfice du doute aux actions, mais nous restons attentifs aux événements qui signaleraient un profond changement dans l'économie. Jusqu'à maintenant, les bénéfices des sociétés surpassent les attentes aux États-Unis, au Canada, au Royaume-Uni, en Europe et au Japon, tandis que les valorisations ne sont pas excessives, ce qui vient encore corroborer notre opinion.

Titres à revenu fixe

- L'évolution de la situation commerciale continue d'assombrir le marché des taux, mais l'incidence économique a été minime à ce jour, permettant aux banques centrales d'aller de l'avant avec leurs plans de normalisation monétaire. Malgré la vigueur du PIB des États-Unis au deuxième trimestre, la croissance et l'inflation restent contenues dans la plupart des régions. En outre, l'aplatissement soutenu de la courbe des taux pourrait limiter les futures interventions des banques centrales, ce qui nous incite à croire que les cycles de resserrement pourraient être plus courts que prévu.
- Même si nous continuons de sous-pondérer les titres à revenu fixe, le marché du crédit offre encore les meilleures occasions, selon nous. Les investisseurs doivent être sélectifs et garder le cap sur la qualité ; de façon générale, nous privilégions actuellement les titres notés A. Un positionnement optimal sur la courbe est également important, mais dans ce cas, les préférences varient selon les régions. Nous vous invitons à consulter le tableau « Opinions sur les titres à revenu fixe » à la page 18 de nos recommandations actuelles.

Explication des opinions

(+/=/–) représente l'opinion du Comité des Services-conseils en gestion mondiale de portefeuille pour un horizon de placement de 12 mois.

+ Surpondération laisse entendre un potentiel de rendement supérieur à la moyenne pour la catégorie d'actif ou la région par rapport aux autres catégories d'actif ou régions.

= Pondération neutre laisse entendre un potentiel de rendement moyen pour la catégorie d'actif ou la région par rapport aux autres catégories d'actif ou régions.

– Sous-pondération laisse entendre un potentiel de rendement inférieur à la moyenne pour la catégorie d'actif ou la région par rapport aux autres catégories d'actif ou régions.

Routes commerciales épineuses

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

Les États-Unis et la Chine augmentent encore la pression dans le cadre de leur stratégie de la corde raide. Et bien que les États-Unis aient réalisé quelques progrès avec d'autres grands partenaires commerciaux, des questions épineuses se posent toujours, en particulier au sujet d'une réinitialisation de l'ALENA. Les investisseurs doivent se montrer vigilants à l'égard de la volatilité potentielle, mais à moins que les escarmouches se transforment en véritable guerre commerciale, nous pensons que les économies et les marchés surmonteront cette incertitude.

Des mois d'échanges enflammés et de menaces de tarifs douaniers de centaines de milliards de dollars ont cédé le pas à un dialogue constructif entre les États-Unis et deux de leurs principaux partenaires commerciaux, l'UE et le Mexique.

Pendant ce temps, le conflit commercial entre les États-Unis et la Chine se rapproche d'un point critique, et de nouveaux compromis seront requis pour relancer l'ALENA.

D'après nos économistes, les économies mondiale et américaine sont suffisamment solides pour surmonter les problèmes commerciaux, d'autant plus que le scénario catastrophe d'une véritable guerre commerciale mondiale semble peu probable.

Cependant, les marchés financiers pourraient devoir composer avec des déclarations plus fermes et plus provocatrices et peut-être de nouvelles barrières douanières avant que la plupart des questions commerciales soient résolues.

Un éléphant dans un magasin de porcelaine ?

La relation commerciale entre les États-Unis et la Chine est la plus complexe et présente les plus grands enjeux, selon nous.

Scénarios relatifs au commerce des États-Unis, du meilleur au pire

Scénario	Pire	Négatif	Un peu négatif	Neutre	Meilleur
Probabilité	20 %	25 %	30 %	15 %	10 %
Détails	Guerre commerciale	Hausse substantielle des tarifs	Plusieurs petits tarifs	Annulation des tarifs de M. Trump	Effondrement des barrières étrangères sous la pression

- La plupart des modèles sur les échanges commerciaux indiquent que l'incidence négative du protectionnisme serait assez faible.
- Entre-temps, l'incertitude qui entoure les échanges commerciaux freinera sans doute l'économie.
- Les chaînes d'approvisionnement intégrées accroissent les effets négatifs potentiels sur les multinationales.

Source : RBC Gestion mondiale d'actifs

Ce conflit pourrait se cristalliser au cours des prochaines semaines alors que les États-Unis détermineront s'ils mettront à exécution leur menace d'imposer des tarifs douaniers sur une autre tranche d'importations chinoises d'une valeur de 200 milliards de dollars. Le gouvernement Trump a accentué la pression récemment en évoquant la possibilité que ces tarifs soient de 25 %, plutôt que de 10 % comme il l'avait indiqué auparavant. Un examen officiel de cette politique est en cours et une décision pourrait être rendue après le 5 septembre.

La réaction de la Chine à toute mesure prise par les États-Unis, qu'elle décide de riposter ou de négocier, pourrait être encore plus déterminante dans l'orientation à court terme du différend commercial. Après avoir appris que le gouvernement américain pourrait hausser ses droits de douane à 25 %, le porte-parole du ministère chinois des Affaires étrangères a affirmé que « … la pression et le chantage des États-Unis ne marcheront pas ». La Chine a averti à plusieurs reprises qu'elle ripostera si des barrières tarifaires additionnelles sont imposées.

Dans les deux pays, divers secteurs semblent pâtir des modestes obstacles tarifaires déjà en place, mais ni l'un ni l'autre ne montre de séquelles durables. En cas de hausse continue des droits de douane, la Chine nous apparaît plus vulnérable compte tenu de sa trajectoire déjà bien ancrée vers un ralentissement de la croissance.

Pour en savoir plus sur les causes profondes du différend commercial entre les États-Unis et la Chine, reportez-vous à l'article « En première ligne dans le conflit commercial » à la page 9.

Trêve entre les États-Unis et l'UE

Le risque d'une guerre commerciale de grande ampleur entre les États-Unis et l'UE ne nous a jamais paru crédible. Considérez l'accord comme facilement atteignable.

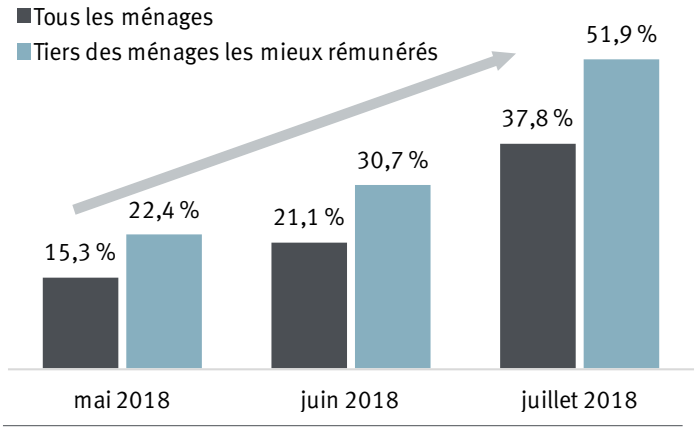
Les États-Unis et l'UE sont sur la bonne voie, même si leur « accord » initial pour négocier une entente commerciale officielle était fort succinct et semblait, à certains égards, comme une solution en quête d'un problème. Le risque d'une guerre commerciale de grande ampleur entre les États-Unis et l'UE ne nous a jamais paru crédible. Considérez l'accord comme facilement atteignable.

Le cadre établi par les États-Unis et l'Europe ouvre la voie à de vastes pourparlers commerciaux constructifs ayant pour but d'éliminer complètement les droits de douane sur la plupart des biens industriels, et aborde certaines questions épineuses ayant préoccupé les marchés.

Il a dissipé la menace brandie par l'administration Trump d'imposer des tarifs sur l'automobile, qui était extrêmement impopulaire auprès des constructeurs et des fabricants de pièces des deux côtés de l'Atlantique, de nombreux participants

Les tarifs douaniers préoccupent les consommateurs américains

Pourcentage des répondants qui ont tenu des propos négatifs à l'égard de l'incidence éventuelle des tarifs



Les préoccupations relatives aux tarifs ont crû chez tous les consommateurs, et particulièrement dans le tiers des ménages les mieux rémunérés.

Sources : RBC Gestion mondiale d'actifs, sondages sur la confiance des consommateurs de l'Université du Michigan

au marché, et même de certains responsables du gouvernement américain. Tant que des négociations commerciales formelles se poursuivront, les deux parties s'abstiendront de s'imposer réciproquement des tarifs sur les automobiles et d'autres biens. L'imposition par les États-Unis de droits de douane aux fabricants d'automobiles et de pièces non européens, notamment au Mexique, au Canada et en Asie, demeure toutefois un risque.

Les États-Unis et l'UE se sont également engagés à « résoudre » la question des tarifs douaniers sur l'acier et l'aluminium et des contre-tarifs entrés en vigueur récemment. Il s'agirait là d'une mesure positive pour le secteur industriel, car la hausse des prix des matières premières a comprimé les profits. Mais, une fois de plus, cela ne concerne pas les droits de douane sur l'acier et l'aluminium actuellement imposés aux pays en dehors de l'UE, notamment au Canada, le plus grand importateur d'acier aux États-Unis.

Il nous est difficile de concilier cet objectif des États-Unis et de l'Europe à l'égard des barrières tarifaires sur l'acier avec la visite enthousiaste du président Trump dans une aciérie en Illinois, aux États-Unis, peu après la conclusion de l'accord avec l'UE. Devant une foule de travailleurs de l'acier, M. Trump a dit : « Après des années d'arrêts et de réductions de production, aujourd'hui le haut fourneau ici à Granite City chauffe à blanc, les ouvriers sont de retour au travail et nous intégrons à nouveau de l'acier américain dans la structure de notre pays… Grâce à nos tarifs douaniers, des usines abandonnées partout au pays reprennent vie. » Il ne s'agit pas là, selon nous, d'un président prêt à *complètement* « résoudre » la question de l'acier ; possiblement avec l'UE, mais peut-être pas avec tous les pays.

C'est là le vrai portrait des tarifs douaniers. Une fois qu'ils sont mis en place, ils sont difficiles à supprimer, car de véritables personnes et groupes politiques en bénéficient.

ALENA : en quête d'une réinitialisation

La patience semble encore justifiée en ce qui concerne l'ALENA.

Nous sommes encouragés par les progrès apparents accomplis par les États-Unis et le Mexique dans les négociations sur l'automobile et les pièces, comme l'ont rapporté de nombreuses agences de presse. Ces questions étaient des points de friction importants.

On ne sait pas si les États-Unis préfèrent des accords commerciaux bilatéraux avec le Canada et le Mexique ou s'ils sont déterminés à conserver le cadre tripartite traditionnel de l'ALENA.

Il est également de bon augure que la relation entre le président Trump et le président désigné du Mexique, Andrés Manuel López Obrador, s'amorce sur une base amicale.

Mais, si M. López Obrador est généralement favorable à une amélioration de l'ALENA, RBC Marchés des Capitaux souligne que certains de ses objectifs et stratégies diffèrent de ceux du gouvernement Nieto actuel et qu'il faudra du temps pour démêler le tout. M. López Obrador n'entrera en fonction que le 1er décembre.

À ce stade, on ne sait pas non plus si les États-Unis préfèrent des accords commerciaux bilatéraux avec le Canada et le Mexique ou s'ils sont déterminés à conserver le cadre tripartite traditionnel de l'ALENA.

Quelle que soit la structure, plusieurs autres questions épineuses devront être résolues entre les États-Unis, le Mexique et le Canada, mis à part celle de l'automobile.

D'après les stratégistes en devises de RBC Marchés des Capitaux, il sera difficile de parvenir à une réinitialisation complète de l'ALENA cette année, à moins que les États-Unis abandonnent certaines de leurs principales revendications. Et ils doutent que cela se produise au cours des prochains mois. Par conséquent, l'incertitude liée à l'ALENA pourrait persister jusqu'à l'an prochain.

L'économiste en chef de RBC Gestion mondiale d'actifs, Eric Lascelles, est d'avis que la probabilité est de 50 % qu'un nouvel ALENA soit conclu à un moment donné, de 25 % que l'accord commercial soit résilié et de 25 % qu'il soit maintenu tel quel.

Plus les différends commerciaux couvent, plus la probabilité est grande qu'ils mineront l'économie.

L'importance de la durée

La duration, ou la période pendant laquelle les tarifs et les incertitudes entourant les échanges commerciaux persistent, est un risque important souvent oublié dans le vaste débat sur le commerce.

Même si les litiges commerciaux n'atteignent jamais un niveau critique ou ne provoquent pas de véritable guerre commerciale mondiale, plus longtemps ils couvent, plus la probabilité est grande qu'ils mineront les économies mondiale et américaine.

Les répercussions peuvent prendre diverses formes. Au niveau le plus élémentaire, plus les obstacles tarifaires persistent, plus ils éprouveront vraisemblablement la patience des dirigeants d'entreprise.

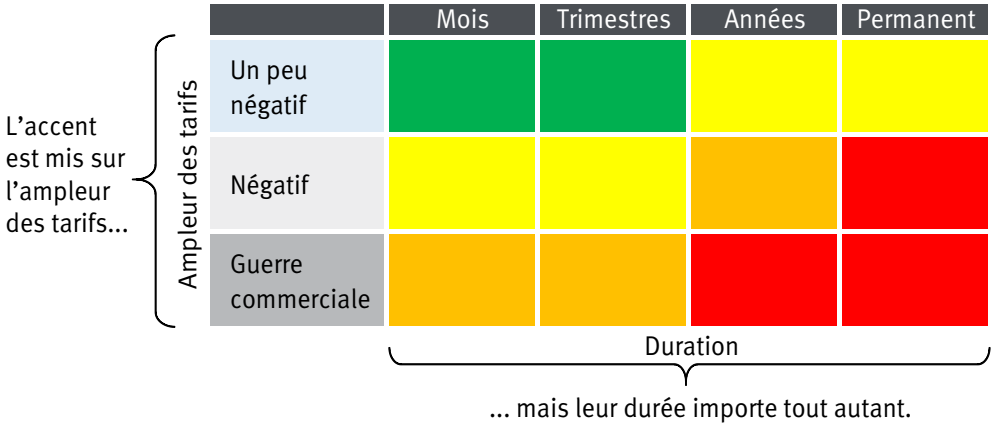
Aux États-Unis, la confiance des chefs d'entreprise a diminué légèrement avec la hausse des difficultés commerciales, bien qu'elle demeure élevée. À notre avis, elle diminuera encore si d'autres tarifs sont imposés. Et si le climat de confiance s'assombrit, les décisions relatives aux dépenses en immobilisations pourraient être reportées ou réduites.

Bien que les querelles commerciales à long terme pourraient menacer modérément le dynamisme économique des États-Unis, leur incidence pourrait être plus importante sur les partenaires commerciaux. Nous observons déjà, par exemple, des signes indiquant que les entreprises canadiennes de moyenne taille hésitent à faire des dépenses.

Le tableau d'évaluation montre que des tarifs douaniers relativement peu élevés qui ne durent que quelques mois ou trimestres peuvent être absorbés, comme en témoignent les cases vertes. Cependant, les tarifs qui restent en place pendant des années ou de façon permanente, surtout s'ils sont de taille élevée, sont plus problématiques, comme le montrent les cases orange et rouges.

Le calcul des tarifs sous un autre angle : duration

Tableau d'évaluation des effets négatifs cumulatifs des tarifs



Source : RBC Gestion mondiale d'actifs

Issues possibles

À notre avis, il n'est pas nécessaire que les risques liés aux tarifs deviennent sérieux avant que d'importants accords commerciaux puissent être conclus. Les pressions des entreprises devraient grandement aider à mettre fin aux différends commerciaux.

Une part non négligeable des principales relations commerciales – que ce soit entre la Chine et les États-Unis, entre les États-Unis et l'Europe ou entre les membres de l'ALENA – se déroule entre entreprises et repose sur des chaînes

d'approvisionnement internationales complexes, dont l'interdépendance est souvent mal comprise ou sous-évaluée par les responsables gouvernementaux. Certaines barrières douanières pourraient créer des nœuds dans les chaînes d'approvisionnement internationales. Il ne fait aucun doute que des entreprises de toutes tailles, dans tous les pays concernés, continueront d'avertir leurs gouvernements à ce sujet, ce qui pourrait favoriser une évolution positive vers d'éventuels accords.

Le lobbying du milieu des affaires a déjà modifié la trajectoire. Nous croyons que les secteurs de l'automobile américain et allemand ont joué un rôle crucial dans la trêve de tarifs convenue entre les États-Unis et l'Europe.

De plus, de nombreuses plaintes visant des barrières tarifaires des États-Unis ont déjà été déposées auprès de l'Organisation mondiale du commerce (OMC) par d'importants partenaires commerciaux. De prochaines décisions de l'organisme ou des efforts des pays membres pour réformer les règles commerciales au sein de l'OMC pourraient apporter des pistes de solution malgré les imperfections de l'institution.

Composer avec les turbulences commerciales

Certains des discours enflammés sur le commerce et des droits de douane semblent déjà pris en compte par les marchés boursiers. Après tout, les pays sont aux prises avec des difficultés commerciales depuis des mois, et les marchés ont une vue prospective.

Nous reconnaissons toutefois qu'en cas d'impasses durables entre les partenaires commerciaux ou d'intensification des ripostes tarifaires, les États-Unis et les autres marchés deviendront à tout le moins vulnérables à une hausse des pressions et de la volatilité, et à un recul dans certains cas plus sérieux.

Tant et aussi longtemps que les discours sur le commerce et les barrières douanières ne mettront pas sérieusement en danger la croissance de l'économie et des bénéfices, les marchés boursiers devraient être en mesure de traverser cette période.

Le renouvellement des sanctions américaines envers l'Iran complique également la donne, puisque le président Trump a indiqué dans un gazouillis que « Quiconque faisant des affaires avec l'Iran NE fera PAS d'affaires avec les États-Unis ».

En présence de telles incertitudes, qui évoquent des scénarios pouvant aboutir à des issues très variées, nous nous concentrons sur les économies américaine et mondiale.

Tant et aussi longtemps que les discours sur le commerce et les barrières douanières ne mettront pas sérieusement en danger la croissance de l'économie et des bénéfices, les marchés boursiers devraient être en mesure de traverser cette période. Jusqu'à maintenant, les mesures commerciales qui ont été prises n'ont pas miné les conditions aux États-Unis et ont peu influé, voire pas du tout, sur les autres pays.

Même si le différend entre les États-Unis et la Chine pourrait s'aggraver avant de s'améliorer et que la réinitialisation de l'ALENA pourrait prendre du temps, nos économistes croient que les querelles tarifaires collectives pourront être gérées par les grandes économies et sont susceptibles d'entraîner, à terme, une diminution des barrières commerciales globales. D'ici là, toutefois, d'autres turbulences pourraient avoir lieu.

En première ligne dans le conflit commercial

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

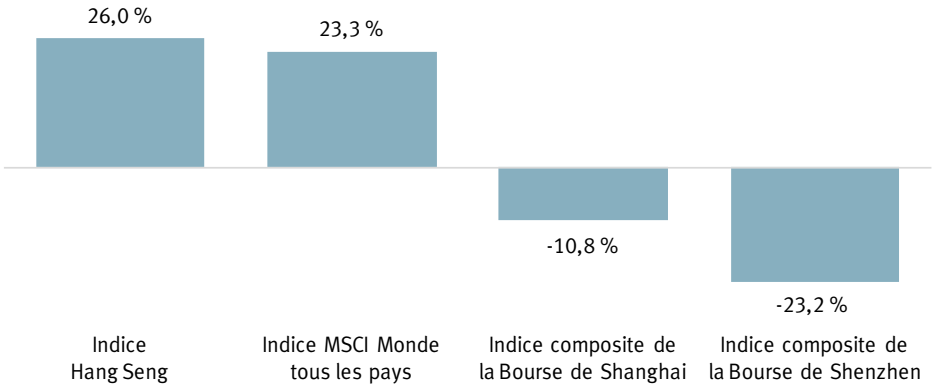
« En aucun cas une guerre prolongée ne profite à un pays. »
Sun Tzu, *L'Art de la guerre*

Les actions chinoises ont affiché une certaine faiblesse. Il y a plusieurs raisons à cela, à commencer par le conflit commercial entre les États-Unis et la Chine, même s'il ne faut pas négliger l'importance du resserrement du crédit dans le pays. Étant donné la nature des exigences américaines, il n'y a pas de solution simple au conflit.

Du côté du receveur

Les actions chinoises et hongkongaises ont connu une période difficile. Les actions mondiales ont péniblement dégagé un gain de 1,2 % en 2018, tandis que l'indice hongkongais Hang Seng (dominé par les sociétés chinoises) a connu un repli de 5,3 %, l'indice composite de la Bourse de Shanghai a chuté de 14,6 % et l'indice composite de la Bourse de Shenzhen a plongé de 18,4 %. Depuis le sommet de janvier, ces deux indices sont en territoire baissier. Si on peut éventuellement admettre que la Bourse de Hong Kong connaît une correction après le sommet euphorique de janvier, qui faisait suite à une progression enviable de 36 % en 2017, on ne peut pas en dire autant de la Chine. Shanghai n'a gagné que 6,6 %, alors que Shenzhen a reculé de 3,5 %.

Rendement des indices entre 2017 et le 2 août 2018



Sources : RBC Gestion de patrimoine, Bloomberg ; données prises en compte depuis janvier 2017

Plusieurs raisons expliquent ces mauvais résultats. Le processus de désendettement en cours en Chine, ou plutôt de réduction de la croissance excessive dans les secteurs les plus risqués des marchés du crédit, ne date pas d'hier. Le « financement social total », mesure générale de la croissance du crédit en Chine, a augmenté de 9,8 % en juin par rapport à l'an dernier, un chiffre certes considérable, mais en réalité le plus faible d'un point de vue historique (depuis 2003). Les taux des obligations chinoises ont augmenté, et la hausse des taux des obligations de sociétés mondiales n'a sûrement pas aidé. L'un dans l'autre, les conditions d'emprunt au pays se sont resserrées en 2018. Pour être précis, les choses sont loin d'aller mal. Tout cela découle en grande partie d'une

politique délibérée de la Chine, qui répond ainsi à l'inquiétude de l'investisseur moyen devant la hausse trop rapide des niveaux d'endettement. Néanmoins, le ralentissement se poursuit.

Il faut en outre tenir compte, et encore plus pour les investisseurs mondiaux, de l'escalade du conflit commercial entre les États-Unis et la Chine. Alors que la rhétorique musclée s'est transformée en politique effective et en tarifs douaniers concrets ces derniers mois, la baisse des actions chinoises s'est accélérée. La majeure partie de leur recul s'est produite depuis mai. Certaines mesures fiscales de stimulation du gouvernement en juillet ont offert un répit de courte durée aux actions. La faiblesse du yuan renminbi a encore fait monter le thermomètre.

Le vrai problème

Le cœur du problème, c'est que les États-Unis exigent que la Chine modifie ses lois, sa réglementation et son comportement.

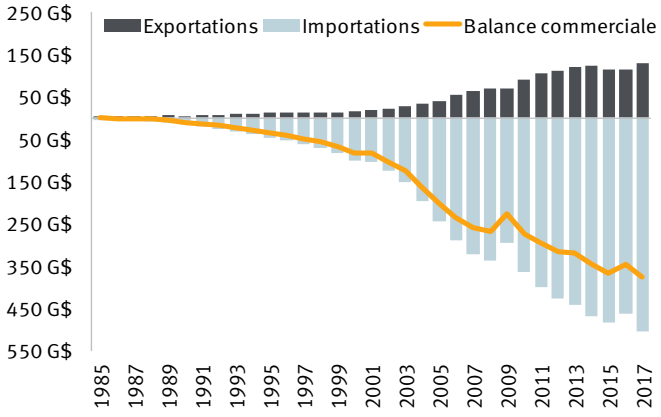
L'excédent commercial de la Chine avec les États-Unis s'est élevé à 375 milliards de dollars en 2017. Il serait facile de penser qu'il s'agit là du fond du problème pour les États-Unis. Il serait tout aussi facile de penser qu'il suffit alors « simplement » de renverser la tendance pour régler le problème, par exemple en amenant la Chine à acheter plus de pétrole et de gaz aux Américains. Mais le vrai problème n'est pas l'excédent commercial. Et les réponses sont loin d'être aussi simples. Le cœur du problème, c'est que les États-Unis exigent que la Chine modifie ses lois, sa réglementation et son comportement. Il s'agit d'un véritable enjeu, qui explique pourquoi le différend pourrait facilement évoluer vers une série de batailles, voire une guerre commerciale.

Nous pensons que l'argument de l'excédent commercial est essentiellement un prétexte, surtout si l'on considère qu'une part non négligeable des marchandises importées de Chine est fabriquée par des multinationales qui se servent en réalité de sa taille pour faire assembler des produits dont les principales composantes à valeur ajoutée proviennent d'autres pays. Les téléphones intelligents en sont peut-être l'exemple le plus évident.

Le différend à proprement parler est né en mars 2018, quand le Bureau du représentant au Commerce des États-Unis, dirigé par Robert Lighthizer, a publié une déclaration[1] exposant la réponse du gouvernement – principalement des tarifs douaniers et des restrictions en matière d'investissements – aux « pratiques

Le déficit commercial des États-Unis avec la Chine n'est pas le vrai motif du conflit

Volume des échanges américains avec la Chine



Le déficit commercial est attribuable en majeure partie au fait que des sociétés américaines et d'autres multinationales assemblent des biens en Chine et les importent aux États-Unis.

Sources : RBC Gestion de patrimoine, Bureau de recensement des États-Unis ; données annuelles jusqu'en 2017

[1] https://ustr.gov/about-us/policy-offices/press-office/press-releases/2018/march/president-trump-announces-strong

commerciales injustes de la Chine visées par l'enquête sur les lois, politiques et pratiques chinoises en matière de transferts de technologies, de propriété intellectuelle et d'innovation menée par le représentant au Commerce en vertu de l'article 301[2] ».

Le rapport concluait, entre autres, que la Chine limite le droit de propriété des étrangers pour forcer les sociétés américaines à transférer des technologies ; que la Chine limite les droits de propriété intellectuelle étrangers sur les technologies, ce qui favorise de façon déloyale les sociétés chinoises ; que la Chine investit systématiquement dans des sociétés américaines pour engendrer des transferts de technologie à grande échelle ; et que la Chine mène et soutient des actes de cybercriminalité contre les sociétés américaines.

En particulier, la déclaration contient la phrase indépendante suivante : « Les politiques du gouvernement chinois en matière de transferts de technologie et de propriété intellectuelle s'inscrivent dans l'intention déclarée de la Chine de s'emparer du pouvoir économique dans les technologies avancées, comme il est énoncé dans ses plans industriels, tel le plan "Made in China 2025". » En somme, l'administration américaine accuse la Chine d'acheter, d'extorquer ou de voler les moyens d'acquérir les technologies américaines pour développer rapidement son économie. Cela nourrit les opinions nationalistes selon lesquelles la Chine représente une menace pour l'hégémonie américaine et veut « s'emparer du pouvoir économique ».

Le plan Made in China 2025

En fait, le plan Made in China 2025 (MIC2025) n'a rien de nouveau. Le gouvernement chinois l'a introduit en 2015. D'autres pays, comme l'Allemagne et le Japon, ont des plans nationaux similaires. Le plan chinois comprend notamment les priorités suivantes : favoriser l'innovation ; améliorer la qualité des produits et services ; et promouvoir les énergies renouvelables et les industries soucieuses de l'environnement. Autrement dit, tirer la chaîne de valeur vers le haut

En plein conflit commercial, Washington accentue la pression contre ce plan « Made in China 2025 »

Dix catégories sectorielles	Exemples
Technologies de l'information	Circuits électriques et matériel spécialisé Matériel d'information et de communication Systèmes d'exploitation et logiciels
Machines-outils et robots haut de gamme	Machines-outils rapides et efficaces Robots (secteurs multiples)
Matériel de transport ferroviaire évolué	Création du système de transport ferroviaire moderne chef de file mondial
Conservation de l'énergie et véhicules à nouvelles énergies	Technologies pour les moteurs à combustion évolués Soutien au développement de véhicules électriques
Secteurs biologique et pharmaceutique et appareils et instruments médicaux de haute performance	Développement de nouveaux produits dans le secteur de la médecine chimique, des médicaments biotechnologiques et de la médecine chinoise traditionnelle Développement d'appareils médicaux de haute performance, comme le matériel d'imagerie ou l'impression biologique 3D
Matériel aérospatial	Matériel aéronautique. Création d'une chaîne industrielle complète et indépendante Matériel spatial
Matériel de génie maritime et technologies navales	Développement de moyens d'exploration du fond des océans
Équipement électrique	Encouragement du développement de matériel axé sur les nouvelles énergies et les énergies renouvelables, de matériel de transformation et de transmission par réseaux électriques intelligents et de moyens de stockage d'électricité avancés
Machinerie et outillage agricoles	Développement de machinerie agricole évoluée
Nouveaux matériaux	Matériaux structurels de haute performance

Sources : China's State Council, RBC Gestion de patrimoine

[2] L'article 301 est un outil d'application de la loi essentiel, qui permet aux États-Unis de réagir à un large éventail de lois, politiques et pratiques injustes de partenaires commerciaux du pays.

et devenir plus autosuffisant. Le plan cible 10 catégories (voir le tableau de la page précédente). Il s'accompagne d'indicateurs de performance, tels des ratios cibles entre recherche et produits d'exploitation, entre nombre de brevets et produits d'exploitation ou en matière de pénétration d'Internet haute vitesse, d'émissions de gaz carbonique, d'utilisation de l'eau, etc.

Un nouvel ordre mondial

Le plan MIC2025 a fait plus que simplement hérisser quelques poils à Washington. Dans une interview donnée à Fox News en mars, Robert Lighthizer a qualifié le plan MIC2025 de « défi très, très sérieux, non seulement pour les États-Unis, mais aussi pour l'Europe, le Japon et le système commercial mondial ».

En mars, Peter Navarro, fervent adversaire de la Chine en matière commerciale, conseiller du président et auteur, en 2011, de l'ouvrage *Death by China: Confronting the Dragon*, a déclaré sur Bloomberg Television que la Chine « avait sans vergogne publié ce plan "China 2025", qui revenait à dire au reste du monde : "nous allons dominer chaque nouveau secteur d'activité à venir, ce qui signifie que vos économies n'ont pas d'avenir." »

La déclaration du 15 juin de Donald Trump, qui annonçait d'éventuels tarifs douaniers de 10 % sur 200 milliards de dollars de produits chinois, affirmait tout de go que « ces tarifs douaniers sont imposés pour encourager la Chine à modifier ses pratiques commerciales injustes […] en matière de technologies et d'innovation ». De fait, la majeure partie des produits visés par la première vague de tarifs douaniers correspond aux catégories ciblées par le plan MIC2025.

La Chine a réagi en affirmant que les critiques hostiles des États-Unis et de l'Union européenne tenaient au fait que son plan allait faire de la Chine un concurrent direct à valeur ajoutée. On observe également une volonté de la Chine de devenir plus autonome. L'histoire récente de ZTE Corp. (0763 HK) illustre parfaitement pourquoi.

Une réelle menace?

Les initiatives venues d'en haut ont connu des degrés variables de réussite (ou d'échec) dans l'histoire moderne de la Chine.

Le plan MIC2025 semble impressionnant, complet et même commercialement menaçant, selon le point de vue où l'on se place. La réalité pourrait toutefois être quelque peu différente. Le plan chinois a été conçu au sommet de l'État. Les initiatives venues d'en haut ont connu des degrés variables de réussite (ou d'échec) dans l'histoire moderne de la Chine. Leur mise en œuvre repose sur les administrations locales, puis sur les sociétés, qui ont besoin de capitaux.

Le comité consultatif national sur le secteur manufacturier, qui conseille le gouvernement chinois, a publié un rapport détaillant les problèmes liés à la mise en œuvre du plan. On y lit que de nombreuses administrations locales ont simplement renommé des politiques existantes pour montrer leur adhésion au plan, que les cibles de développement sont beaucoup trop basses, que les politiques locales ne sont pas axées sur le marché, car les administrations locales sont réticentes à prendre des risques, que les délais d'approbation des projets sont longs et que l'on observe un manque de coordination entre les administrations locales, nombre d'entre elles choisissant de soutenir les mêmes secteurs d'activité, avec le risque de provoquer une surcapacité.

De son côté, le *South China Morning Post* a rapporté qu'une ville versait 10 % de son budget destiné au plan MIC2025 à une entreprise pour créer une nouvelle usine de thé au lait liquide « intelligente[3] » – ce qui a peu de chances de conduire au leadership économique mondial.

[3] Is Beijing going back to the future with its much-hyped 'Made in China 2025' plan? *South China Morning Post*, 10 juillet 2018.

Que réserve l'avenir ?

Le scénario le plus probable est que les États-Unis accentueront leur pression par de nouvelles mesures contre la Chine avant longtemps, même si on peut s'interroger sur la réalité de la menace que représente le plan MIC2025. Il n'est pas inutile de souligner que ces événements se produisent alors que l'on approche des élections de mi-mandat aux États-Unis – en novembre. Tout cela est également cohérent avec un gouvernement qui tourne de plus en plus le dos au reste du monde en espérant obtenir de meilleures conditions.

Plus récemment, la Chine a affirmé qu'elle ripostera à la deuxième vague de tarifs des États-Unis en imposant elle aussi une autre série de droits de douane, allant de 5 % à 25 %, sur une nouvelle tranche de biens américains d'une valeur de 60 milliards de dollars. Il n'y a guère de négociations entre les deux parties à l'heure actuelle. Une guerre commerciale pourrait prendre forme. Nous pensons donc que les actions chinoises et hongkongaises resteront sous pression, même si nous soupçonnons que le mal a déjà en grande partie été fait.

Un système de soutien

La période de publication des résultats du deuxième trimestre a été fructueuse. Les bénéfices annoncés jusqu'à maintenant ont généralement surpassé les estimations des analystes, tout comme la croissance des revenus. Les prévisions optimistes des dirigeants d'entreprise donnent à penser que cette expansion se poursuivra. C'est ce qu'on a pu observer dans la plupart des économies développées.

Bien sûr, les investisseurs ne paient pas pour les bénéfices passés. Ils s'intéressent plutôt à la valeur actualisée de tous les bénéfices futurs, dont les deux principales composantes « psychologiques » sont les bénéfices prévus pour l'an prochain et le taux de croissance qu'ils représentent. Dans ce contexte, deux facteurs renforcent (ou minent) la confiance dans ces prévisions, soit les plus récents résultats trimestriels et les indications données par les dirigeants d'entreprise pour l'avenir.

À tous ces égards, les marchés boursiers de la plupart des pays développés présentent des perspectives positives. Comme nous l'avons noté, les bénéfices trimestriels sont solides et l'optimisme des équipes de direction permet de penser que les estimations de bénéfices élevés pour l'an prochain sont raisonnables.

En cours de route, certains résultats très décevants ont aussi été publiés, particulièrement par des sociétés de médias sociaux auparavant ultra-performantes. Ces chiffres inférieurs aux attentes ont entraîné des pertes théoriques étourdissantes, par rapport aux sommets atteints dernièrement, et donné lieu à des manchettes sensationnalistes. Cependant, leur incidence sur les indices boursiers généraux a été comparativement modérée, tandis qu'il n'y aura pratiquement pas de conséquences pour l'économie que Facebook, par exemple, ait enregistré un bénéfice décevant.

Opinions sur les actions

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

+ Surpondération
= Pondération neutre
– Sous-pondération
Source : RBC Gestion de patrimoine

D'autres préoccupations mobilisent une grande partie de l'attention et de l'énergie des investisseurs, au premier chef les litiges commerciaux (voir l'article « Routes commerciales épineuses » à la page 4). À notre avis, on ne pourra véritablement discerner le nouveau portrait du commerce mondial, ou son incidence réelle sur la croissance mondiale, avant l'an prochain. Entre-temps, ce qui est beaucoup plus certain c'est que toutes les grandes économies demeureront soutenues par des mesures de stimulation budgétaire considérables. Aux États-Unis, le Congressional Budget Office estime que ces mesures auront totalisé environ 250 milliards de dollars cette année et atteindront 450 milliards de dollars en 2019. En Europe, la plupart des pays sont passés de l'austérité à la stimulation, tandis que la Chine assouplit les conditions du crédit et encourage les dépenses pour de nouvelles infrastructures.

Ces largesses augurent d'une croissance soutenue du PIB mondial l'an prochain, mais elles inciteront aussi probablement les banques centrales, à commencer par la Réserve fédérale, à poursuivre le resserrement graduel du crédit. À terme, le crédit deviendra suffisamment cher et suffisamment rare pour provoquer un repli de

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

l'économie et des bénéfices. Nous n'en sommes pas encore là. Nous continuons de recommander une modeste surpondération des actions dans un portefeuille mondial.

Faits saillants par région

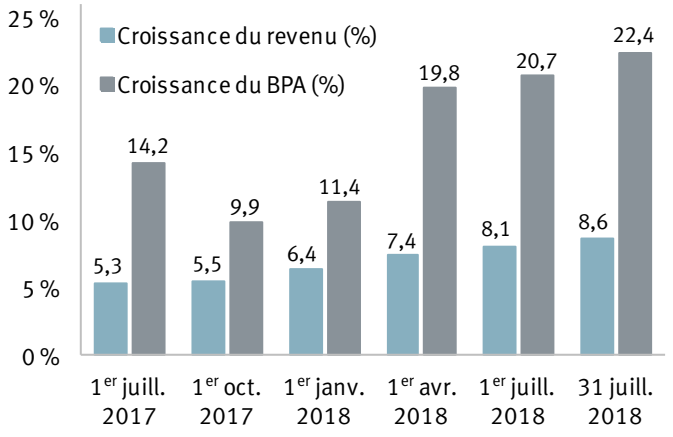
États-Unis

- En raison de l'agitation actuelle liée aux barrières tarifaires et à la politique étrangère, les investisseurs en actions américaines semblent mettre l'accent sur les tendances de l'économie intérieure et des bénéfices des sociétés, et à juste titre. Grâce à la vigueur de ces deux facteurs, l'indice S&P 500 a grimpé à la limite supérieure de sa fourchette en place depuis plusieurs mois.
- L'économie américaine a progressé à un rythme annualisé de 4,1 % au deuxième trimestre, portée d'une part par de fortes dépenses de consommation dans la foulée des baisses d'impôt et d'une solide croissance de l'emploi, et d'autre part par un accroissement des exportations tributaire des tarifs (réels et appréhendés). Ce rythme de croissance, le plus élevé en près de quatre ans, porte la moyenne sur quatre trimestres à un peu moins de 3,0 %, ce qui est supérieur au faible taux de 2,3 % enregistré depuis le début de la reprise en 2009. L'essor économique devrait ralentir au troisième trimestre, mais à ce stade, RBC Marchés des Capitaux croit que la croissance économique pourrait atteindre 3,8 %.
- Il semble également que les bénéfices resteront robustes dans la deuxième moitié de 2018, même si les estimations générales n'ont pas augmenté. Au deuxième trimestre, la croissance des revenus a dépassé 8 % sur 12 mois pour un troisième trimestre d'affilée, et ce niveau pourrait être mis à l'épreuve au troisième trimestre. Certains dirigeants ont averti qu'une intensification des obstacles tarifaires pourrait limiter les bénéfices, mais ils ont été plus nombreux à sembler se préoccuper du léger effet baissier que pourrait avoir la vigueur du dollar. Les perspectives d'une solide croissance des bénéfices et de l'économie corroborent nos prévisions optimistes pour les actions américaines.

Canada

- La politique commerciale demeure une source d'incertitude considérable pour le Canada. Le gouvernement américain a menacé d'imposer des droits de douane de 25 % sur les automobiles et de 10 % sur les pièces d'automobile en réaction à des pratiques commerciales qu'il juge déloyales. Selon les Services économiques RBC,

Estimations de la croissance du BPA et des revenus au deuxième trimestre



Sources : RBC Gestion de patrimoine, Thomson Reuters I/B/E/S

Les bénéfices et les revenus des sociétés ont continué de croître au deuxième trimestre, ce qui est de bon augure en ce début de deuxième semestre.

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

Patrick McAllister, CFA
Toronto, Canada
patrick.mcallister@rbc.com

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

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

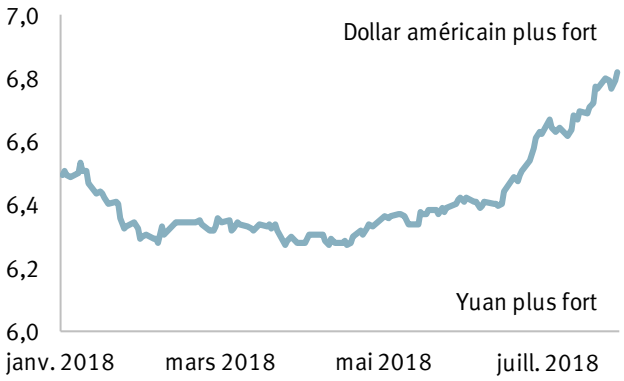
ces barrières tarifaires feraient reculer de 0,5 % le PIB du Canada. Compte tenu de la concentration de l'industrie automobile canadienne dans le sud de l'Ontario, nous croyons que l'imposition par les États-Unis de tout obstacle tarifaire sur l'automobile risquerait fort de se répercuter sur les marchés locaux de l'emploi et du logement.

- RBC Marchés des Capitaux a adopté une perspective plus prudente à l'égard des banques canadiennes à la lumière de ses prévisions d'un ralentissement de la croissance des actifs, d'une hausse modeste des provisions pour prêts et d'une diminution des gains d'efficacité. Pour cette raison, et étant donné les risques liés au logement et à la politique commerciale, RBC Marchés des Capitaux ne prévoit plus d'expansion des valorisations des banques canadiennes et a abaissé sa cible médiane pour le ratio cours-bénéfice prévisionnel de 0,5, la portant à 11. Cette attitude plus prudente concorde avec notre recommandation d'une modeste sous-pondération des banques.
- Les données fondamentales de l'offre et de la demande étant favorables, les stratégistes en produits de base de RBC Marchés des Capitaux ont relevé leur prévision pour le prix moyen du pétrole brut WTI, qui passe à 68 $ le baril en 2018 (auparavant 63 $) et à 76 $ en 2019 (65 $). En raison des difficultés rencontrées par les producteurs, de la capacité excédentaire limitée de l'OPEP et de l'absence de nouveaux investissements dans des projets de longue durée, l'offre devrait rester comprimée, tandis que la croissance économique mondiale continue de stimuler la demande. En ce qui a trait au pétrole lourd canadien, la révision à la hausse des prévisions a été moins marquée, car on s'attend à ce que les producteurs consentent des rabais substantiels durant la période de prévision en raison de l'augmentation des coûts du transport ferroviaire.

Europe continentale et Royaume-Uni

- En juillet, la première ministre Theresa May a présenté sa nouvelle vision de l'après-Brexit, provoquant une crise politique au Royaume-Uni. Mme May vise maintenant un partenariat beaucoup plus étroit avec l'UE, surtout au chapitre du commerce de biens. Ses propositions ayant choqué les partisans d'une rupture franche avec l'UE, les marchés ont recommencé à tenir compte de la possibilité d'un vote de défiance contre la première ministre au cours des prochains mois. La situation soulève aussi, à nouveau, la question de savoir quel type de Brexit pourrait être mis en œuvre, de même que la perspective d'un gouvernement travailliste.
- Le risque politique s'intensifiera probablement cet automne, quand les négociations atteindront leur point culminant. Octobre est la date butoir que les parties se sont imposée pour parvenir à un accord sur le Brexit devant être approuvé par le Conseil de l'UE et le Parlement européen. Ce délai pourrait être dépassé, mais les parlements des divers pays membres de l'UE devront quand même se prononcer par vote sur la proposition avant que le Royaume-Uni quitte l'UE le 29 mars 2019. Même si le risque d'un Brexit désordonné plombant l'économie persiste, la probabilité d'un Brexit doux est sans doute plus élevée et demeure notre scénario de base.
- Dans ce contexte, les actions britanniques ont évolué dans une fourchette étroite en juillet et l'indice toutes les actions FTSE n'a guère bougé depuis le début de l'année. Nous affichons une pondération neutre à l'égard du Royaume-Uni, où des occasions de plus-value se sont fait jour. Nous préférons les sociétés internationales au vu des risques que le Brexit fait peser sur l'économie, et repérons de bonnes occasions dans les secteurs de l'énergie et de la finance.

Taux de change entre le yuan et le dollar américain



Sources : RBC Gestion de patrimoine, Bloomberg

Alors que les tensions commerciales persistent et qu'une nouvelle escalade devient plus probable, le yuan continue de s'affaiblir par rapport au dollar américain.

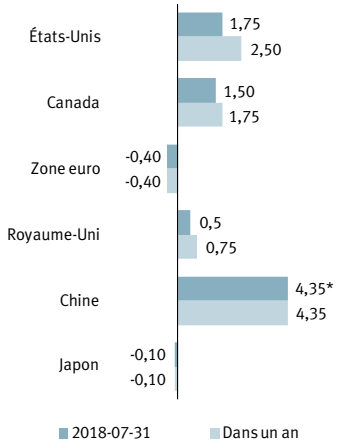
- Compte tenu des signes de plafonnement de la croissance économique en Europe, nous conservons notre pondération neutre pour la région, les valorisations semblant se rapprocher de leur juste valeur. Nous continuons de privilégier les marchés principaux à ceux des pays périphériques.

Asie

- Les actions asiatiques se sont stabilisées en juillet, le marché continuant d'assimiler le différend commercial persistant entre les États-Unis et la Chine. L'indice MSCI Asie-Pacifique tous les pays a cédé 4,7 % en 2018.
- Il est possible que les négociations commerciales reprennent et se terminent bien, mais cela est peu probable à court terme, selon nous. Il y a de bonnes chances que les États-Unis imposent de nouveaux droits de douane sur les biens de la Chine (et d'autres pays). La monnaie chinoise s'est affaiblie quelque peu, atteignant un taux de plus de USD/CNY 6,83. RBC Marchés des Capitaux prévoit qu'elle fléchira encore en 2019 et dépassera 7,0.
- Les actions en Chine et à Hong Kong ont été faibles. En plus des problèmes commerciaux, le désendettement du secteur financier s'est accéléré en Chine alors que le gouvernement tente de réduire les emprunts à risque. Ces efforts ont engendré un resserrement des conditions financières et, par conséquent, des risques potentiels pour l'économie. Le gouvernement a toutefois tenté d'atténuer ces pressions en lançant un programme de mesures monétaires et budgétaires à la fin de juillet.
- Nous continuons de privilégier les actions japonaises parmi les grands marchés boursiers asiatiques. La popularité du premier ministre Shinzo Abe, qui avait diminué en raison de scandales internes, a de nouveau augmenté. Ce regain de confiance accroît les chances de M. Abe de remporter le mois prochain la course à la direction du Parti libéral-démocrate qui a lieu tous les trois ans. Sa réélection serait perçue comme un facteur positif par les investisseurs.

Une période pas si creuse

Taux des banques centrales (%)



* Taux de base des prêts d'un an pour les fonds de roulement, Banque populaire de Chine
Nota : Le taux d'intérêt indiqué pour le Royaume-Uni ne reflète pas le changement apporté par la Banque d'Angleterre le 2 août 2018.
Sources : Comité des stratégies de placement RBC, RBC Marchés des Capitaux, Comité des Services-conseils en gestion mondiale de portefeuille, RBC Gestion mondiale d'actifs

Craig Bishop
Minneapolis, États-Unis
craig.bishop@rbc.com

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

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

Jamie Hayes
Londres, Royaume-Uni
jamie.hayes@rbc.com

La période creuse, comme on qualifie d'ordinaire la fin de l'été, est souvent caractérisée par un cycle d'actualités ralenti et une prépondérance pour les nouvelles anodines. L'expression peut prendre une signification additionnelle lors d'une année d'élection, puisque les élections de mi-mandat aux États-Unis ont lieu en novembre. La plupart des électeurs se concentrant habituellement sur leurs activités estivales, les candidats sont apparemment plus libres de recourir à des manœuvres politiques et à des exagérations pour attirer l'attention des médias dans l'espoir de garnir leurs caisses électorales.

Or, la période actuelle est tout sauf creuse et l'actualité pourrait continuer de perturber les marchés jusqu'à tard cet automne. Les banques centrales deviennent plus sensibles aux répercussions potentielles d'une guerre commerciale dans leurs économies respectives, et cela pourrait influencer, à terme, la fermeté dont elles pourront faire preuve dans leurs prochaines décisions. Plus les problèmes commerciaux couvent, toutefois, plus il est probable que cette incertitude entraîne une révision à la baisse des prévisions économiques.

Récemment, toutefois, les préoccupations commerciales n'ont pas suffi à entraîner une modification de la politique monétaire mondiale. La Banque d'Angleterre a relevé les taux le mois dernier, la Banque du Japon n'a apporté que des ajustements mineurs à son programme d'achats d'obligations, et il semble encore que la Réserve fédérale haussera à nouveau les taux en septembre après les avoir gardés inchangés ce mois-ci.

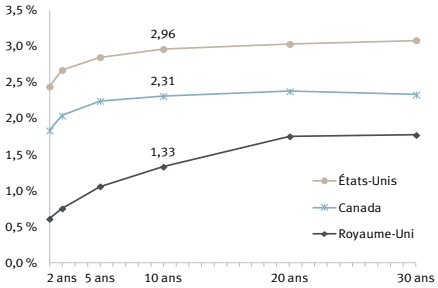
À notre avis, les investisseurs en titres à revenu fixe devraient continuer de profiter des occasions qui se présentent ; nos experts régionaux présentent ci-après leurs meilleures idées.

Opinions sur les titres à revenu fixe

Région	Oblig. d'État	Oblig. de soc.	Duration
Monde	–	+	5-7 ans
États-Unis	–	+	7-10 ans
Canada	=	=	3-5 ans
Europe continentale	=	+	5-7 ans
Royaume-Uni	–	=	5-7 ans

\+ Surpondération
= Pondération neutre
– Sous-pondération
Source : RBC Gestion de patrimoine

Courbes de taux des pays



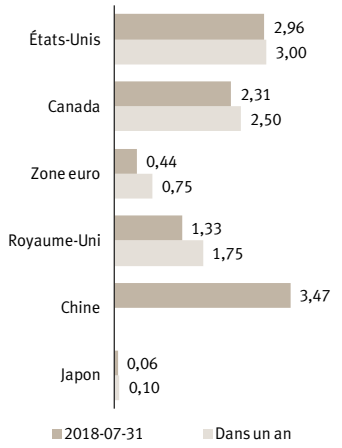
Source : Bloomberg

Faits saillants par région

États-Unis

- Conformément aux attentes, la Réserve fédérale a laissé les taux dans une fourchette de 1,75 % à 2,00 % lors de sa réunion du mois d'août, mais nous croyons qu'une hausse en septembre a pratiquement été confirmée. En soi, le communiqué de la réunion n'a livré aucune surprise, mais le procès-verbal qui sera publié au courant du mois pourrait susciter plus d'intérêt qu'à l'accoutumée. De fait, le marché y cherchera des propos similaires à l'expression « pour le moment » employée par

Taux à 10 ans (%)



Nota : La zone euro utilise les obligations d'État allemandes.
Sources : Comité des stratégies de placement RBC, RBC Marchés des Capitaux, Comité des Services-conseils en gestion mondiale de portefeuille, RBC Gestion mondiale d'actifs

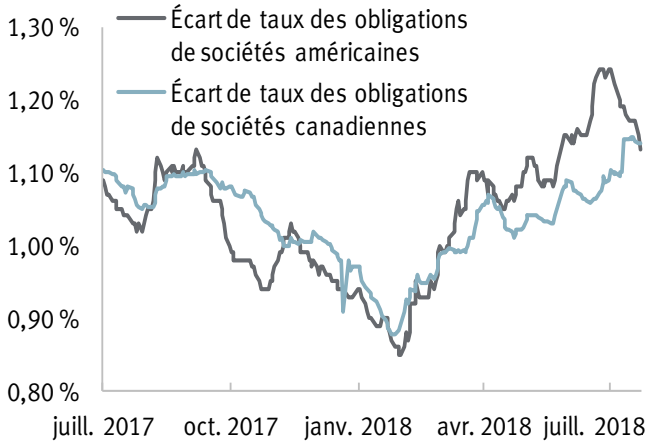
le président de la banque centrale Jerome Powell lors de son allocution devant le Congrès pour indiquer que la Réserve fédérale pourrait faire une pause dans le relèvement des taux à court terme. Les marchés ne tiennent pas encore entièrement compte d'une quatrième hausse en 2018, malgré les prévisions actuelles de la Réserve fédérale. Et d'après nous, la banque centrale décrétera seulement une autre hausse cette année, car l'écart de taux entre les obligations à 2 ans et à 10 ans, qui est de seulement 32 points de base, constitue un obstacle.

- Les obligations de sociétés de catégorie investissement ont mis fin à une série de pertes par rapport aux effets du Trésor en juillet, inscrivant un rendement supérieur de 1,35 %. Ce gain a entraîné une diminution des écarts de taux (c.-à-d. la rémunération supplémentaire pour le risque de crédit) par rapport aux obligations du Trésor. Le différentiel de taux, qui avait atteint un sommet de deux ans de 1,24 % en juin, s'est fortement résorbé pour s'établir à 1,09 %, les investisseurs reprenant goût aux titres de sociétés après les avoir nettement délaissés au début de l'année. D'ici la fin de l'année, les cours des obligations de sociétés devraient continuer de récupérer les pertes du premier semestre.
- Sur le marché des obligations municipales, les occasions de plus-value ont beaucoup diminué en juillet : les taux des titres municipaux ont chuté par rapport à ceux des titres comparables du Trésor, toutes échéances confondues. Le ratio obligations municipales/effets du Trésor à 2 ans n'est plus que de 61 %, le niveau le plus bas depuis 2014. Du côté des créances à 30 ans, le ratio se situe maintenant à 98,7 %, ce qui est encore inférieur à la moyenne, mais supérieur au creux de 90 % atteint en 2016. Bien que la plupart des obligations municipales ne semblent plus offrir beaucoup de valeur, les titres à court terme sont particulièrement chers.

Canada

- La Banque du Canada (BdC) a haussé le taux du financement à un jour de 25 points de base en juillet pour le porter à 1,50 %, comme on s'y attendait généralement après la publication de son *Enquête sur les perspectives des entreprises*. Selon l'enquête, les entreprises demeurent confiantes à l'égard des perspectives des ventes, des investissements et du marché du travail. Les prévisions d'inflation ont augmenté, car les entreprises se butent aux contraintes de capacité et au regain d'incertitude entourant la politique commerciale.

Les écarts de taux convergent, alors que les obligations de sociétés canadiennes tirent de l'arrière



Sources : RBC Gestion de patrimoine, Bloomberg ; données prises en compte jusqu'au 24 juillet 2018

Les obligations de sociétés américaines de catégorie investissement ont mis fin à leur série de pertes par rapport aux effets du Trésor, tandis que les obligations canadiennes ont continué de fléchir.

- Nous continuons de nous intéresser exclusivement aux titres à courte et à moyenne échéance, et ce, pour deux raisons. Premièrement, les titres à long terme offrent une rémunération minime aux investisseurs, selon nous. Deuxièmement, nous croyons que la BdC continuera de retirer les mesures de stimulation à un rythme lent et progressif, même si l'inflation atteint le niveau cible. Ce mouvement pourrait entraîner des pressions à la hausse sur les taux obligataires à long terme.
- Les titres de créance de sociétés canadiennes ont tiré de l'arrière en juillet, les écarts de taux ayant augmenté au Canada alors qu'ils ont fait l'inverse aux États-Unis. Bien qu'ils aient crû, les écarts de taux au Canada restent près de leurs creux historiques. À notre avis, les investisseurs devraient privilégier un rehaussement de la qualité du crédit à mesure que nous nous rapprochons de la fin du cycle.
- Les cours des actions privilégiées ont quelque peu progressé, car l'augmentation des taux des obligations d'État canadiennes à cinq ans a contribué à stimuler l'important segment à taux révisable du marché. Nous maintenons notre recommandation de longue date en faveur d'une approche active à l'égard des placements en actions privilégiées, et sommes optimistes tout en adoptant une attitude légèrement défensive.

Europe continentale et Royaume-Uni

Europe

- Nous restons d'avis que même quand la Banque centrale européenne (BCE) cessera ses achats de nouvelles obligations à la fin de 2018, le réinvestissement continu des obligations arrivant à échéance offrira un soutien au marché. Contrairement aux États-Unis, où la Réserve fédérale vend activement des actifs acquis dans le cadre de son programme d'assouplissement quantitatif, la BCE ne prévoit pas effectuer de telles ventes dans un avenir prévisible. Ce choix devrait rassurer les investisseurs en obligations européennes sur le fait que les taux devraient se maintenir dans une fourchette.
- Les obligations de sociétés européennes se sont repliées ces derniers mois. Cependant, nous prévoyons une diminution des écarts de taux par rapport aux titres d'État, à moins que le contexte politique soit soumis à des pressions accrues et durables.

Royaume-Uni

- En ce qui concerne les titres à revenu fixe britanniques, nous préférons mettre l'accent sur le contexte macroéconomique plutôt que d'essayer de deviner la direction future des courants politiques volatils et l'issue du Brexit.
- L'inflation globale a plafonné à 2,4 %, en deçà des attentes du marché, ce qui donne à penser que l'effet inflationniste du repli de la devise après le référendum s'estompe. Cela n'a pas dissuadé la Banque d'Angleterre de se prononcer à l'unanimité en faveur d'une nouvelle hausse de 0,25 % des taux, qui sont passés à 0,75%, et de durcir légèrement le resserrement actuel de la politique monétaire pendant la période de projection de la banque centrale pour ramener l'inflation vers sa cible de 2 %.
- Le taux des obligations d'État britanniques à 10 ans se rapprochera de 1,75 % d'ici la fin de l'année, selon nous, alors qu'il se trouve actuellement à 1,33 %. Nous sous-pondérons les obligations d'État du Royaume-Uni. Nous préférons les obligations de sociétés britanniques aux titres d'État, en particulier celles qui sont moins sensibles à la relation commerciale du pays avec l'UE. En raison d'une réévaluation des cours, le secteur industriel offre actuellement une valeur accrue, et nous aimons les obligations de second rang des banques autres que britanniques. Nous préférons les titres de crédit notés A, qui offrent en ce moment un revenu additionnel raisonnable par rapport aux titres notés AA.

Prix de l'essence : plus complexes qu'il n'y paraît

Prévisions relatives aux marchandises

	P2018	P2019
Pétrole (WTI $/baril)	67,77	75,91
Gaz naturel ($/MMBTU)	3,00	2,85
Or ($/once)	1 307	1 300
Cuivre ($/lb)	3,24	3,25
Maïs ($/boisseau)	3,91	4,06
Blé ($/boisseau)	4,90	5,00

Sources : Prévisions de RBC Marchés des Capitaux (pétrole, gaz naturel, or et cuivre), prévisions générales de Bloomberg (maïs et blé)

En avril, le prix moyen du gallon d'essence (pour l'ensemble des catégories) aux États-Unis a franchi la barre des 3,00 $. Depuis longtemps, on pense que l'attitude des consommateurs à l'égard de la consommation d'essence commence à changer quand le prix approche de ce niveau, une opinion que partage RBC Marchés des Capitaux. Après avoir clôturé le mois de juin à 3,14 $ le gallon, en hausse de 26 % sur 12 mois, le prix de l'essence s'est maintenu à ce niveau pendant la majeure partie de juillet.

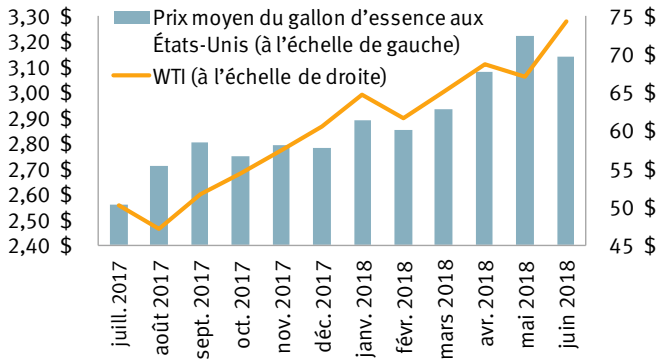
Les consommateurs sont souvent considérés comme des « preneurs de prix » en matière d'essence, étant donné leur demande relativement constante. Cela signifie qu'à court terme, la demande évolue peu, que les prix soient en hausse ou en baisse ; les consommateurs sont généralement prêts à payer le prix courant. Les prix de l'essence, quand ils grimpent, ont donc le même effet qu'une augmentation d'impôt, car ils réduisent le revenu disponible que les ménages peuvent consacrer à d'autres biens. En revanche, quand ils chutent, ils gonflent les liquidités disponibles des consommateurs.

Le rapport entre le pétrole brut et les prix de l'essence n'est toutefois pas toujours aussi direct. Par exemple, quand les prix du pétrole ont fléchi en juillet après que la Libye eut annoncé son intention d'accroître sa production de brut, les prix de l'essence ont aussi légèrement reculé ; toutefois, leur repli a été proportionnellement inférieur à celui du pétrole brut. Pourquoi ? L'essence étant un produit raffiné, sa production nécessite d'autres coûts que le simple prix du brut. La capacité de raffinage, notamment, peut jouer un rôle clé dans la détermination des prix de l'essence, en particulier sur le plan régional ou national.

En ce moment, les raffineries américaines fonctionnent à près de 94 % de leur capacité, soit très près de leur production maximale possible, selon RBC Marchés des Capitaux. Autrement dit, même si on mettait en marché des barils de pétrole additionnels, cela ne se traduirait pas nécessairement par une baisse des prix à la pompe, car la production des raffineries est déjà près de son sommet.

À notre avis, la durabilité de la hausse des prix de l'essence est davantage liée à la capacité des raffineurs d'absorber de nouvelles quantités de brut qu'à l'offre de brut elle-même. D'ici à ce que le nombre de raffineurs augmente ou que la capacité de production des raffineries existantes s'accentue, nous croyons que les consommateurs devront s'adapter à un contexte de hausse des prix de l'essence à court ou à moyen terme.

Prix moyen de l'essence et WTI



Les prix de l'essence ont tendance à augmenter de concert avec les prix du brut, mais la situation est plus complexe qu'il n'y paraît…

Sources : RBC Gestion de patrimoine, Bloomberg ; données prises en compte jusqu'au 29 juin 2018

Richard Tan
Toronto, Canada
richard.tan@rbc.com

Prévisions relatives aux devises

Paire de devises	Taux courant	Prévision juin 2019	Variation*
Principales devises			
Indice USD	94,55	95,94	1 %
CAD/USD	0,76	0,79	4 %
USD/CAD	1,30	1,26	-3 %
EUR/USD	1,16	1,16	0 %
GBP/USD	1,31	1,25	-5 %
USD/CHF	0,99	1,07	8 %
USD/JPY	111,8	119,0	6 %
AUD/USD	0,74	0,72	-3 %
NZD/USD	0,68	0,71	4 %
EUR/JPY	130,7	138,0	6 %
EUR/GBP	0,89	0,93	4 %
EUR/CHF	1,15	1,24	8 %
Devises de pays émergents			
USD/CNY	6,81	7,20	6 %
USD/INR	68,5	69,00	1 %
USD/SGD	1,36	1,37	1 %

* Appréciation ou dépréciation implicite de la première devise de la paire cotée. Des exemples quant à la manière d'interpréter les données se trouvent dans la Feuille de pointage du marché.
Sources : RBC Marchés des Capitaux, Bloomberg

Dollar américain : potentiel d'expansion continue – En raison de pressions à la hausse sur les prix, la Réserve fédérale a relevé son taux directeur en juin. Elle a aussi indiqué qu'elle pourrait décréter deux autres hausses cette année, soit une de plus que prévu. Il est donc possible que le dollar s'apprécie modestement d'ici la fin de l'année. Toutefois, alors que l'élan donné à la croissance par les baisses d'impôt s'estompe, la normalisation prudente des taux aux États-Unis dans un contexte de resserrement monétaire dans d'autres économies avancées pourrait entraîner une diminution de la vigueur du dollar en 2019.

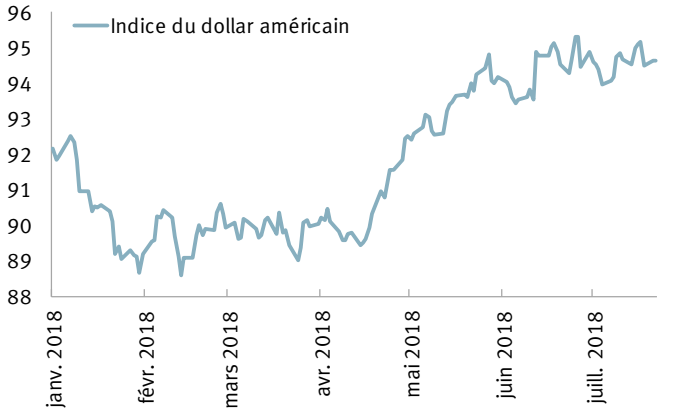
Euro : bas plus longtemps – Grâce à une accalmie des tensions politiques, l'euro a interrompu sa glissade amorcée en avril, mais de nouvelles pressions à la baisse pourraient l'emporter, selon nous. Comme la Banque centrale européenne a indiqué que les taux directeurs resteront vraisemblablement inchangés au moins jusqu'à l'été 2019, l'augmentation des écarts de taux par rapport aux États-Unis pourrait avoir pour effet de maintenir l'euro sous pression jusqu'à la fin de l'année.

Livre sterling : pression politique – Malgré les signes montrant que l'économie britannique se remet de son précédent marasme attribuable au mauvais temps, la livre sterling a poursuivi sa chute et atteint un creux de 10 mois par rapport au dollar en juillet. De nouvelles dissensions politiques ou une rupture des négociations visant à finaliser la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne pourraient provoquer un nouveau repli, selon nous. Ces risques sous-tendent notre prévision d'un recul possible de la devise à moins de 1,30 par rapport au dollar américain d'ici la fin de l'année.

Dollar canadien : les taux l'emportent sur le commerce – Le dollar canadien a retrouvé son équilibre par rapport au dollar américain en juillet, mais il reste près des creux de 12 mois enregistrés en juin. De bons chiffres économiques ont permis à la Banque du Canada de relever les taux d'intérêt en juillet et l'optimisme grandissant du marché a offert un répit au huard. Une progression des salaires et une économie tournant près de son potentiel pourraient favoriser une autre hausse des taux cette année, mais il se peut que la devise reste sur la défensive en raison de la possibilité de nouvelles querelles commerciales.

Yen : une valeur refuge ? – Le yen a cédé près de 8 % par rapport au dollar d'avril à juillet, malgré l'escalade des tensions commerciales. Cette dépréciation peut s'expliquer en partie par l'écart de taux par rapport aux États-Unis. De plus, comme la Banque du Japon a réduit les attentes quant à une évolution marquée de la politique monétaire, nous restons prudents à l'égard des perspectives du yen.

La tendance haussière du dollar américain a ralenti, mais des gains sont encore possibles



Sources : RBC Gestion de patrimoine, Bloomberg ; données prises en compte jusqu'au 24 juillet 2018

L'augmentation des écarts de taux devrait être favorable à de nouveaux gains du dollar en 2018.

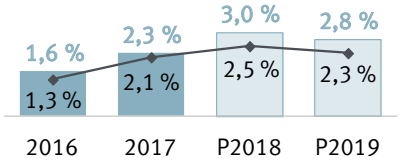
Laura Cooper
Londres, Royaume-Uni
laura.cooper@rbc.com

Principales prévisions

Croissance du PIB réel — Taux d'inflation

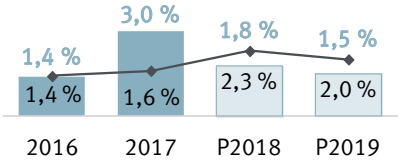
États-Unis – croissance du PIB de 4 % et plus

- La première estimation de la croissance du PIB au deuxième trimestre s'est établie à 4,1 %, grâce principalement à une hausse de 4 % des dépenses de consommation. Les estimations pour le deuxième semestre sont moins robustes. Les données signalent un essoufflement du secteur du logement, car la croissance des salaires ne suffit pas à compenser l'effet de la hausse des prix des maisons et des taux hypothécaires. Le rythme mensuel des embauches reste supérieur à 200 000 ; le taux de chômage a grimpé à 4 % en juin en raison d'un accroissement de la population active. La confiance des consommateurs et des entreprises a commencé à s'effriter en raison des préoccupations liées au commerce, mais elle reste à des niveaux élevés selon les normes historiques.



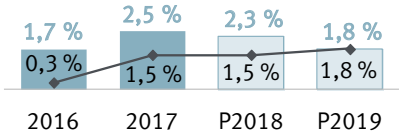
Canada – la BdC relève les taux

- La croissance du PIB est passée d'un niveau anémique de 0,1 % en mars, à 0,3 % en avril, puis à un solide niveau de 0,5 % en mai, portée par une hausse de l'activité manufacturière et des ventes au détail meilleures que prévu. La BdC a relevé le taux du financement à un jour de 0,25 % pour le faire passer à 1,50 %, dans le contexte d'une économie résiliente et d'une inflation de base conforme à la cible de 2 %. Le taux de chômage a crû à 6,0 % en juin, malgré de bonnes statistiques sur l'emploi. Les salaires continuent de croître à un rythme de 3,5 %, soit plus vite que l'inflation. La construction domiciliaire a rebondi après un lent départ en 2018.



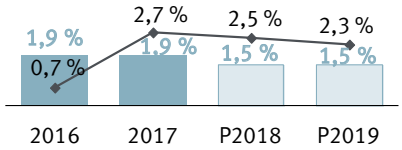
Zone euro – la BCE garde les taux inchangés

- Les indices des directeurs d'achats ont interrompu leur récent recul dans la zone euro, la croissance de la production industrielle étant passée de 1,7 % sur 12 mois en avril à 2,4 % en mai. La BCE a gardé les taux directeurs inchangés et devrait les maintenir à 0,0 % jusqu'à la fin de l'été 2019. La BCE a confirmé qu'elle compte diminuer de moitié ses achats d'actifs pour les porter à 15 milliards d'euros en septembre, ce qui est la plus récente initiative en vue d'un retrait complet de l'assouplissement quantitatif.



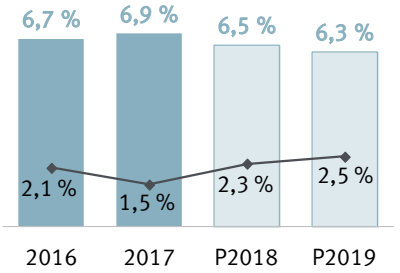
Royaume-Uni – repli de l'inflation

- La Banque d'Angleterre a relevé les taux sur fond de resserrement du marché du travail, le chômage se situant à seulement 4,2 % (moyenne pour la période de trois mois terminée en mai). Étant donné la diminution plus importante que prévu des pressions sur l'inflation de base, qui est passée de 2,1 % sur 12 mois en mai à 1,9 % en juin, on ne prévoit plus de hausse des taux d'intérêt en 2018. La croissance des ventes au détail a ralenti, passant de 1,4 % sur un mois à -0,5 %, et la production industrielle a de nouveau fléchi, s'établissant à -0,4 % sur un mois.



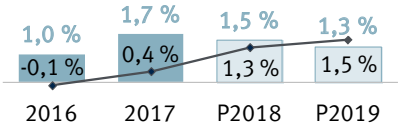
Chine – ralentissement

- La croissance économique a ralenti à 6,7 % sur trois mois (taux annualisé) au deuxième trimestre, son rythme le plus lent depuis 2016, car les efforts du gouvernement pour freiner les emprunts se sont fait sentir. La progression des investissements en immobilisations a fléchi à 6,0 % sur 12 mois en juin, alors qu'elle était de 6,1 %, tandis que la production industrielle a baissé à seulement 6,0 % sur 12 mois. Le différend commercial persistant avec les États-Unis assombrit les perspectives de croissance, l'excédent commercial ayant atteint 28,97 milliards de dollars rien qu'en juin.



Japon – politique souple

- La Banque du Japon a laissé les taux inchangés et a confirmé que sa politique monétaire extrêmement souple serait maintenue encore longtemps, l'inflation de base étant ressortie à un niveau décevant de 0,7 % sur 12 mois en juin. Le marché du travail reste solide malgré une hausse du taux de chômage de 2,3 % à 2,4 %, mais les salaires ne stimulent pas encore l'inflation. Les ventes au détail se sont redressées, grimpant de 1,5 % sur un mois grâce à une amélioration de la consommation à la fin du deuxième trimestre.



Sources : Comité des stratégies de placement RBC, RBC Marchés des Capitaux, Comité des Services-conseils en gestion mondiale de portefeuille, RBC Gestion mondiale d'actifs

Feuille de pointage du marché

Indice (en monnaie locale)	Niveau	1 mois	CA	12 mois
S&P 500	2 816,29	3,6 %	5,3 %	14,0 %
Dow Jones des valeurs industrielles (DJIA)	25 415,19	4,7 %	2,8 %	16,1 %
NASDAQ	7 671,79	2,2 %	11,1 %	20,9 %
Russell 2000	1 670,81	1,7 %	8,8 %	17,2 %
Indice composé S&P/TSX	16 434,01	1,0 %	1,4 %	8,5 %
Indice toutes les actions FTSE	4 253,31	1,2 %	0,7 %	5,1 %
STOXX Europe 600	391,61	3,1 %	0,6 %	3,6 %
EURO STOXX 50	3 525,49	3,8 %	0,6 %	2,2 %
Hang Seng	28 583,01	-1,3 %	-4,5 %	4,6 %
Indice composite de la Bourse de Shanghai	2 876,40	1,0 %	-13,0 %	-12,1 %
Nikkei 225	22 553,72	1,1 %	-0,9 %	13,2 %
Sensex indien	37 606,58	6,2 %	10,4 %	15,7 %
Straits Times de Singapour	3 319,85	1,6 %	-2,4 %	-0,3 %
Ibovespa brésilien	79 220,43	8,9 %	3,7 %	20,2 %
Bolsa IPC mexicain	49 698,01	4,3 %	0,7 %	-2,6 %

L'indice NASDAQ à forte teneur technologique a tiré de l'arrière après l'annonce par Facebook d'un bénéfice décevant.

Taux des obligations	31 juillet 2018	29 juin 2018	31 juillet 2017	Variation 12 mois
Trésor américain 2 ans	2,669 %	2,528 %	1,349 %	1,32 %
Trésor américain 10 ans	2,960 %	2,860 %	2,294 %	0,67 %
Canada 2 ans	2,069 %	1,914 %	1,316 %	0,75 %
Canada 10 ans	2,310 %	2,168 %	2,057 %	0,25 %
Royaume-Uni 2 ans	0,772 %	0,724 %	0,269 %	0,50 %
Royaume-Uni 10 ans	1,330 %	1,278 %	1,230 %	0,10 %
Allemagne 2 ans	-0,570 %	-0,665 %	-0,680 %	0,11 %
Allemagne 10 ans	0,443 %	0,302 %	0,543 %	-0,10 %

La courbe des taux continue de s'aplatir alors que les émissions de titres du Trésor à court terme augmentent.

Marchandises (USD)	Prix	1 mois	CA	12 mois
Or ($ au comptant/once)	1 224,09	-2,3 %	-6,1 %	-3,6 %
Argent ($ au comptant/once)	15,52	-3,7 %	-8,4 %	-7,8 %
Cuivre ($/tonne métrique)	6 279,25	-5,2 %	-12,9 %	-0,9 %
Uranium ($/lb)	25,85	13,9 %	8,2 %	28,9 %
Pétrole (WTI au comptant/baril)	68,76	-7,3 %	13,8 %	37,1 %
Pétrole (Brent au comptant/baril)	74,25	-6,5 %	11,0 %	41,0 %
Gaz naturel ($/MMBTU)	2,78	-4,9 %	-5,8 %	-0,4 %
Indice de l'agriculture	296,23	3,7 %	5,0 %	0,5 %

Les prix du pétrole brut ont chuté en raison d'une flambée de la production provenant du Bassin permien aux États-Unis.

Devises	Taux	1 mois	CA	12 mois
Indice du dollar américain	94,5540	0,1 %	2,6 %	1,8 %
CAD/USD	0,7688	1,0 %	-3,4 %	-4,1 %
USD/CAD	1,3006	-1,0 %	3,5 %	4,2 %
EUR/USD	1,1691	0,1 %	-2,6 %	-1,3 %
GBP/USD	1,3124	-0,6 %	-2,9 %	-0,7 %
AUD/USD	0,7424	0,3 %	-4,9 %	-7,2 %
USD/JPY	111,8600	1,0 %	-0,7 %	1,5 %
EUR/JPY	130,7900	1,1 %	-3,3 %	0,2 %
EUR/GBP	0,8909	0,7 %	0,3 %	-0,6 %
EUR/CHF	1,1579	0,1 %	-1,1 %	1,1 %
USD/SGD	1,3615	-0,1 %	1,9 %	0,5 %
USD/CNY	6,8168	3,0 %	4,8 %	1,3 %
USD/MXN	18,6469	-6,3 %	-5,1 %	4,8 %
USD/BRL	3,7574	-3,1 %	13,6 %	20,2 %

Le yen s'est affaibli après une prolongation par la Banque du Japon de sa politique monétaire extrêmement souple.

Sauf pour le Ibovespa brésilien, le rendement des actions ne tient pas compte des dividendes. Les rendements des actions et les taux des obligations sont en monnaies locales. L'indice du dollar américain évalue le billet vert par rapport à six grandes devises. Les taux de change reflètent les conventions des marchés (CAD/USD fait exception). Les rendements des monnaies sont exprimés dans la première des deux monnaies combinées. Exemples d'interprétation des données sur les monnaies : CAD/USD 0,76 indique que 1 dollar canadien vaut 0,76 dollar américain. Un rendement de -4,1 % CAD/USD indique que le dollar canadien a cédé 4,1 % par rapport au dollar américain au cours des 12 derniers mois. USD/JPY 111,86 indique que 1 dollar américain vaut 111,86 yens. Un rendement de 1,5 % USD/JPY indique que le dollar américain s'est apprécié de 1,5 % comparativement au yen au cours des 12 derniers mois.

Sources : RBC Gestion de patrimoine, RBC Marchés des Capitaux, Bloomberg ; données prises en compte jusqu'au 31 juillet 2018.

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* :

Jamie Hayes, CFA – stratégiste, Titres à revenu fixe, Royal Bank of Canada Investment Management (U.K.) Limited

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

Déclarations exigées

Certification des analystes
Tous les avis exprimés dans ce rapport reflètent exactement les avis personnels du ou des analystes responsables sur l'un ou l'autre des titres ou des émetteurs mentionnés. Aucune partie de la rémunération du ou des analystes responsables nommés dans le présent rapport n'est, directement ou indirectement, assujettie à des recommandations ou à des avis particuliers exprimés dans ce rapport par le ou lesdits analystes responsables.

Déclarations importantes

Aux États-Unis, RBC Gestion de patrimoine exerce ses activités en tant que division de RBC Marchés des Capitaux, SARL. Au Canada, RBC Gestion de patrimoine comprend notamment RBC Dominion valeurs mobilières Inc., une société étrangère affiliée de RBC Marchés des Capitaux, SARL. Le présent rapport a été préparé par RBC Marchés des Capitaux, SARL, qui est une filiale indirecte en propriété exclusive de 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 et Patrick McAllister, 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 ; et Jay Roberts, un employé de RBC Investment Services (Asia) Limited, 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 juin 2018

			Services bancaires en investissement fournis au cours des 12 derniers mois	
Notation	Nombre	Pourcentage	Nombre	Pourcentage
Achat [Premier choix/Rendement supérieur]	854	53,61	262	30,68
Conservation [Rendement secteur]	665	41,75	142	21,35
Vente [Rendement inférieur]	74	4,65	6	8,11

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