Rapport spécial

Gestion de patrimoine

Perspectives MONDIALES

Perspectives de milieu d'année 2023

Voir les déclarations importantes et obligatoires sur les analystes qui ne sont pas américains à la page 24.

Produit le 26 juin 2023 à 17 h 27 (HE) ; diffusé le 27 juin 2023 à 10 h 30 (HE)

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

Perspectives

MONDIALES

Perspectives de milieu d'année 2023

Dans ce numéro

4 Indices boursiers mondiaux : remontées, récessions et réalisme

Le redressement de l'indice S&P 500 au cours des neuf derniers mois a ravivé l'optimisme des investisseurs. Toutefois, nous n'avons pas l'impression d'assister au début d'un nouveau marché haussier, mais plutôt à la dernière étape de la reprise actuelle. Quoi qu'il en soit, le marché est sans contredit dans une situation différente aujourd'hui. Même si cette progression devrait se poursuivre durant l'été, la trajectoire des 12 prochains mois du marché sera probablement établie par l'économie.

7 Titres mondiaux à revenu fixe : ce n'est pas vraiment « l'année des obligations », en fin de compte

L'année 2023 devait être celle de la remontée extraordinaire des obligations. Or, leur rendement a été plutôt décevant, jusqu'ici. Pourtant, les taux obligataires ont rarement été plus attrayants, selon nous, et ils devraient offrir un très bon potentiel d'appréciation du capital si les prix des obligations se redressent – et si les banques centrales optent pour des baisses de taux.

10 Feuille de pointage sur la récession aux États-Unis : en route vers une récession aux États-Unis

Les excellents chiffres du rapport sur l'emploi de mai n'ont pas empêché le taux de chômage de grimper à son plus haut niveau du cycle. Selon notre analyse globale des indicateurs économiques avancés, nous nous dirigeons toujours vers une récession.

AU SEIN DES MARCHÉS

3 Position de RBC en matière de placements

13 Répartition géographique des actions

17 Répartition géographique des titres à revenu fixe

21 Marchandises

22 Devises

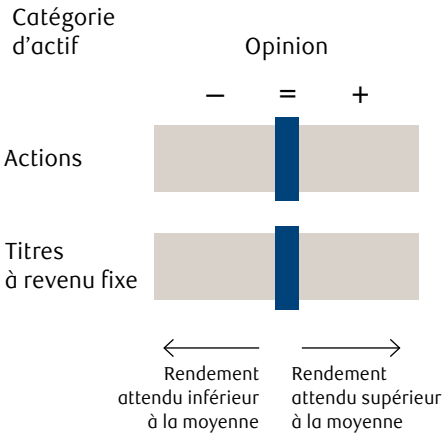
Sauf indication contraire, toutes les valeurs sont en dollars américains et établies au 23 juin 2023 à la clôture du marché.

RBC® Gestion de patrimoine

Position de RBC

EN MATIÈRE DE PLACEMENTS

Opinions sur les catégories



(+/=/–) 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.

Source : RBC Gestion de patrimoine

ACTIONS

- L'indice S&P 500 ayant gagné 20 % par rapport à ses creux d'octobre 2022, certaines manchettes ont affirmé qu'un nouveau marché haussier est en cours et prévoient un atterrissage en douceur pour l'économie américaine.
- Nous ne sommes pas de cet avis. Il serait inhabituel qu'un nouveau marché haussier voie le jour avant que la Fed ne cesse de hausser les taux et qu'une récession ne commence. En outre, la plupart des indicateurs avancés fiables de récession envoient des signaux de plus en plus négatifs.
- Malgré tout, les actions sont portées par la peur des investisseurs de rater une occasion et pourraient donc encore progresser, à notre avis. Nous maintenons notre recommandation d'une pondération neutre en actions dans les portefeuilles équilibrés mondiaux. Et comme nous avons plutôt l'impression de nous trouver à la dernière étape de la reprise du marché, tout sursaut de vigueur constituerait pour nous une occasion d'accroître notre surpondération actuelle des entreprises défensives de qualité supérieure.

TITRES À REVENU FIXE

- La volatilité des marchés des titres à revenu fixe demeure élevée, étant donné que les négociateurs tentent d'anticiper les prochaines décisions de toutes les grandes banques centrales. Le rendement en revenu moyen de l'indice Bloomberg Global Aggregate Bond s'établit à 3,8 %, tout juste en deçà de son sommet de 2022, à 4,0 %, qui demeure le point culminant des taux des obligations mondiales depuis 2008. Même si, dans l'ensemble, les banques centrales conservent une politique restrictive, leurs trajectoires futures divergent de plus en plus. À notre avis, la Fed devrait marquer une pause après avoir décrété une dernière hausse de taux le mois prochain, alors qu'à l'autre extrémité du spectre, la Banque d'Angleterre pourrait s'apprêter à effectuer plusieurs hausses de taux d'ici le reste de 2023.
- Nous conservons une pondération neutre en titres à revenu fixe américains, dont les taux sont encore proches de sommets pluriannuels. Les perspectives des actions privilégiées de banques américaines à grande capitalisation nous paraissent prometteuses après les récentes pressions à la vente. Nous maintenons une pondération neutre en titres de créance de sociétés à rendement élevé, malgré les sombres perspectives de l'économie américaine. Nous maintenons aussi des perspectives favorables à l'égard des titres de créance du gouvernement des États-Unis en raison de rendements en revenu attrayants et d'une protection contre les baisses, en cas de récession plus tard dans l'année.
- Nous conservons notre pondération neutre en titres mondiaux à revenu fixe, avec une position neutre en titres de crédit.

Perspectives

DE MILIEU D'ANNÉE

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

Remontées, récessions et réalisme

Le redressement de l'indice S&P 500 au cours des neuf derniers mois a ravivé l'optimisme des investisseurs. Toutefois, nous n'avons pas l'impression d'assister au début d'un nouveau marché haussier, mais plutôt à la dernière étape de la reprise actuelle. Quoi qu'il en soit, le marché est sans contredit dans une situation différente aujourd'hui. Même si cette progression devrait se poursuivre durant l'été, la trajectoire des 12 prochains mois du marché sera probablement établie par l'économie.

Points saillants

- **La reprise des marchés depuis les creux de septembre a été suffisamment marquée pour convaincre de nombreux sceptiques. Il n'est pas impossible que les indices nord-américains fassent comme d'autres grands marchés et atteignent de nouveaux sommets cet été.**
- **La crainte de rater une occasion a fait remonter les indices nord-américains, remontée qui pourrait se poursuivre encore quelques mois. Toutefois, les valorisations attrayantes de septembre dernier sont en train de faire place à des ratios cours/bénéfices plus élevés qui, à notre avis, auront besoin de la coopération de l'économie pour être justifiés.**
- **Les indicateurs avancés fiables d'une récession aux États-Unis continuent d'empirer, ce qui nous laisse croire que le plus récent bond des cours boursiers sera suivi d'une période plus difficile pour les investisseurs.**

Il y a un an, lors de la publication de nos Perspectives de milieu d'année 2022, le portrait des marchés boursiers était essentiellement à l'opposé de celui d'aujourd'hui :

- Au début de 2022, les banques centrales (dont la Fed) étaient prêtes à tolérer une certaine hausse de l'inflation, mais elles ont changé d'avis, car les prix ont augmenté beaucoup plus rapidement que les responsables des politiques ne l'avaient prévu au commencement de l'année. Le milieu de l'année a marqué les premières étapes de ce qui deviendrait la série de hausses de taux les plus fortes de l'histoire. La Fed allait relever les taux de 75 points de base quatre fois de suite – du jamais vu –, puis elle allait pratiquer quatre hausses supplémentaires, plus petites, totalisant 125 points de base de plus.
- À la même période l'an dernier, les ratios cours/bénéfice (C/B) du marché boursier avaient déjà été poussés vers le bas à cause de la montée en flèche des taux obligataires attribuable au resserrement de la Fed. L'indice S&P 500 était en baisse de 27 % par rapport à son sommet de janvier 2022, tandis que le NASDAQ avait perdu 38 % par rapport à son niveau le plus élevé, atteint en novembre 2021. Les deux indices avaient souffert grandement de la forte baisse des ratios C/B des titres de croissance de sociétés à mégacapitalisation qui étaient auparavant en plein essor. Les six plus importantes d'entre elles représentaient plus de 25 % de la valeur du S&P 500 au point culminant du marché, au début de janvier 2022.

Participez à la remontée

La plupart des indices boursiers mondiaux ont continué à perdre du terrain jusqu'en septembre dernier, avant de rebondir pour suivre une nouvelle trajectoire ascendante. Cette remontée s'est poursuivie jusqu'à aujourd'hui. De septembre à mai, ce mouvement était considéré par la plupart comme une reprise non durable au sein d'un marché baissier. Toutefois, l'indice S&P 500 a nettement dépassé sa fourchette de négociation au cours des six derniers mois, ce qui a ravivé l'optimisme des investisseurs. Les indicateurs de la confiance des marchés ont fortement progressé, car la prudence a fait place à la peur de manquer un événement.

PERSPECTIVES DE MILIEU D'ANNÉE

Remontées, récessions et réalisme

Pour notre part, nous pensons que la reprise des marchés boursiers pourrait continuer. Les indices FTSE All-Share du Royaume-Uni, EURO STOXX 50 et TOPIX du Japon ont tous été propulsés à de nouveaux sommets du présent cycle. Avant la fin de la reprise, nous prévoyons que l'indice S&P 500 et l'indice composé S&P/TSX du Canada y parviendront aussi.

Nouveau marché haussier ou dernier souffle

Nous n'avons pas vraiment l'impression d'assister au début d'un nouveau marché haussier. Nous croyons plutôt que nous nous retrouvons dans la dernière étape de la reprise actuelle. Quoi qu'il en soit, le marché est sans contredit dans une situation différente de celle qu'il a connue lors des creux de septembre. À ce moment-là, la plupart des indices étaient en chute libre depuis neuf mois, voire plus longtemps dans certains cas. Le ratio C/B de l'indice S&P 500, évalué selon nous de façon nettement exagérée à 23,1x au point culminant du marché au début de janvier 2022, avait été ramené à un niveau beaucoup plus acceptable et légèrement sous-évalué de 15,9x en septembre. Cette baisse de l'indice et des valorisations s'est produite même si les bénéfices rapportés étaient en hausse, le bénéfice par action sur 12 mois étant passé de 208 $ à 219 $. Parallèlement, au cours de la même période, la confiance des investisseurs s'est écroulée au rythme du marché, passant d'un optimisme intenable lors du sommet de janvier à un pessimisme tout aussi intenable au moment du creux de septembre.

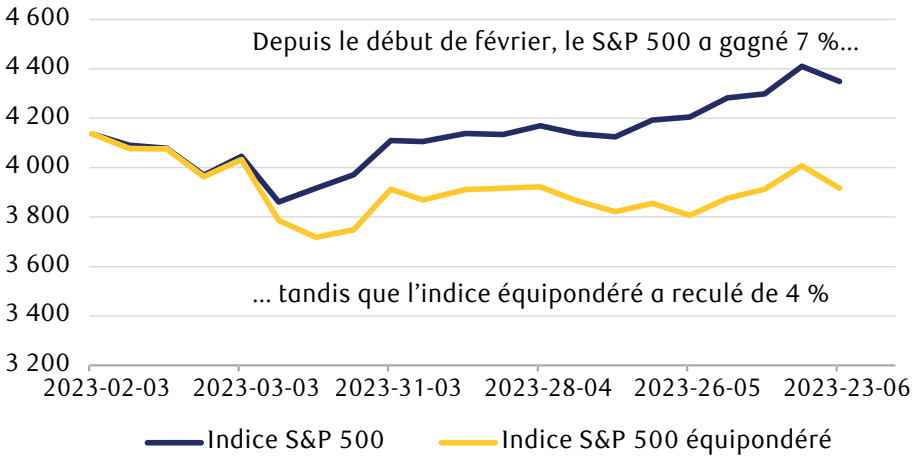
Depuis, des bouleversements sont survenus un peu partout. Le marché boursier américain s'est redressé pendant neuf mois au lieu de fléchir, et le S&P 500 se rapproche de nouveaux sommets historiques. Les ratios C/B ont de nouveau franchi la très haute barre de 20x. De plus, comme nous l'avons mentionné ci-dessus, les indicateurs de confiance se sont envolés pour se rapprocher des niveaux insoutenables (sans y être encore) observés pour la dernière fois au point culminant du marché atteint il y a un an et demi.

N'allez pas à contre-courant de l'économie

Cette vigoureuse remontée des indices boursiers (principalement attribuable, une fois de plus, à une poignée d'actions de sociétés à mégacapitalisation du domaine de la technologie et de secteurs connexes, ainsi qu'à une vague d'intérêt de la part des investisseurs pour tout ce qui a trait de près ou de loin à l'intelligence artificielle) persuade certains observateurs du marché que l'économie américaine ne basculera pas dans une profonde récession. Toutefois, la plupart des indicateurs avancés fiables d'une récession (voir notre feuille de pointage sur la récession aux États-Unis) se dirigent inexorablement vers des résultats encore plus négatifs.

Comparaison de l'indice S&P 500 et de l'indice S&P 500 équipondéré

Indexés à la valeur de l'indice S&P 500 au 3 février 2023



Sources : Standard & Poor's, FactSet ; données hebdomadaires prises en compte jusqu'au 23 juin 2023

PERSPECTIVES DE MILIEU D'ANNÉE

Remontées, récessions et réalisme

Bien entendu, même les indicateurs avancés d'une récession aux États-Unis qui ont donné des résultats justes régulièrement dans les 70 dernières années pourraient avoir tort cette fois-ci. Il se peut que les bénéfices et le PIB sortent de leur marasme, à compter de maintenant. Si les prévisions générales de bénéfices actuelles sont justes (231 $ par action dans un an, et 246 $ par action pour l'ensemble de 2024), c'est peut-être ce qui est en train d'arriver. La valeur actuelle de l'indice serait donc de presque 19x les bénéfices pour l'année à venir, ce qui n'est pas donné, mais peut-être pas trop risqué non plus, à notre avis.

Toutefois, notre feuille de pointage de la récession nous indique que les hypothèses économiques sous-jacentes nécessaires pour que ces gains se matérialisent sont de moins en moins probables chaque semaine. Nous prévoyons qu'une récession s'amorcera aux États-Unis cette année, que les bénéfices réels seront inférieurs aux estimations générales actuelles et que les cours boursiers seront mis à mal pendant une période éprouvante au cours de laquelle l'optimisme irrationnel des investisseurs finira par céder la place à un pessimisme irrationnel.

Seules les actions de sociétés solides doivent être prises en considération

Nous continuons de recommander une pondération neutre des actions pour un portefeuille équilibré mondial, car nous croyons que leur progression devrait se poursuivre au cours des mois d'été. Toutefois, nous pensons de plus en plus que les investisseurs doivent limiter leurs choix d'actions aux sociétés dans lesquelles ils seraient heureux de détenir une participation en période de récession. Pour nous, ces sociétés sont des entreprises de grande qualité qui se caractérisent par des bilans solides, des dividendes durables et des modèles d'affaires n'étant pas particulièrement sensibles au cycle économique.

Perspectives

DE MILIEU D'ANNÉE

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

Ce n'est pas vraiment « l'année des obligations », en fin de compte

L'année 2023 devait être celle de la remontée extraordinaire des obligations. Or, leur rendement a été plutôt décevant, jusqu'ici. Pourtant, les taux obligataires ont rarement été plus attrayants, selon nous, et ils devraient offrir un très bon potentiel d'appréciation du capital si les prix des obligations se redressent – et si les banques centrales optent pour des baisses de taux.

Points saillants

- **L'année remarquable à laquelle on s'attendait pour les obligations en 2023, après les rendements lamentables de 2022, ne s'est pas encore matérialisée. Nous continuons cependant de prévoir des gains stables tandis que les cycles de hausse des taux tirent à leur fin.**
- **L'inflation demeure élevée à l'échelle mondiale, mais nous avons maintenant suffisamment de données pour dire qu'elle a bel et bien changé de cap. Les banques centrales resteront sur le qui-vive, mais une approche plus prudente devrait limiter les risques économiques.**
- **Nous nous attendons à ce que les taux obligataires descendent durant le deuxième semestre, quoique légèrement, car il est peu probable que les banques centrales des économies résilientes se mettent à réduire les taux. Ce qui veut dire que les investisseurs auront plus de temps pour investir à des taux historiquement élevés.**

L'année 2022 a été l'une des pires jamais enregistrées pour les marchés obligataires, l'indice global des obligations mondiales Bloomberg ayant chuté de plus de 16 %. C'est pourquoi nous nous attendions à ce que les obligations rebondissent en 2023, peut-être même fortement. Pendant les six premiers mois de l'année, cet indice a récupéré… seulement 2 %.

Alors, est-ce que l'« année des obligations » est annulée, ou simplement retardée ?

À notre avis, le seul obstacle qui empêche encore les prix obligataires de monter (ce qui se traduirait par une baisse des taux, puisque les deux évoluent en sens inverse), c'est la détermination des banques centrales à juguler l'inflation en augmentant toujours plus les taux directeurs.

Avant que les obligations puissent amorcer le genre de remontée que nous avions prévue, l'inflation devra être véritablement en train de retourner vers les niveaux cibles.

L'ennemi public numéro un

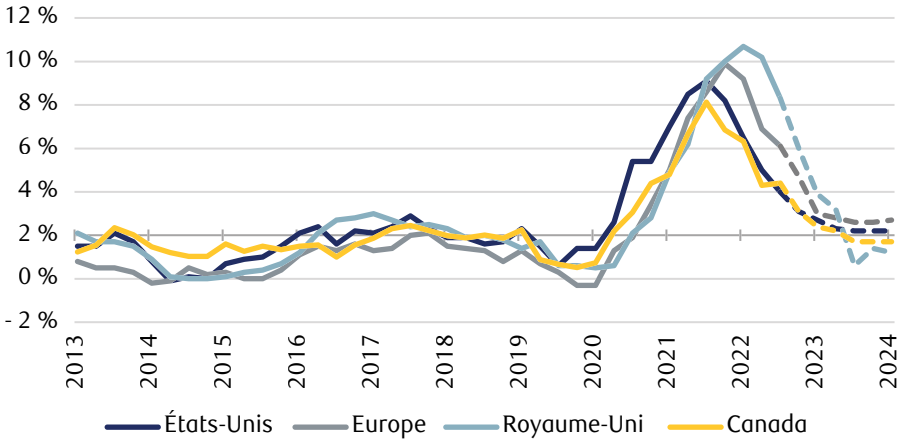
Est-ce que quelqu'un a réussi à appréhender l'inflation ? Aucune grande banque centrale n'a pu affirmer avec certitude que le suspect avait été placé en détention, mais la plupart d'entre elles ont laissé entendre qu'elles avaient encerclé le coupable.

Comme dans n'importe quelle confrontation, la dernière chose que les responsables veulent risquer, c'est d'aggraver la situation. La Banque du Canada vient peut-être de fournir aux autres grandes banques centrales un exemple de ce qu'il ne faut pas faire. Elle avait cessé de relever les taux au début de l'année, mais cette pause n'a duré que le temps de deux réunions : en juin, les responsables ont décidé d'augmenter les taux de nouveau à cause d'une hausse de l'inflation et de l'activité économique.

PERSPECTIVES DE MILIEU D'ANNÉE

Ce n'est pas vraiment « l'année des obligations », en fin de compte

Inflation : retour près des niveaux cibles d'ici le début de 2024



Nota : Les lignes pointillées indiquent les prévisions trimestrielles de RBC Marchés des Capitaux.

Sources : RBC Gestion de patrimoine, Bloomberg

Il est évident pour nous que le pire de la flambée inflationniste de l'ère post-pandémique est presque assurément derrière nous. Reste à savoir combien de temps il faudra pour revenir aux niveaux cibles. RBC Marchés des Capitaux s'attend à un retour à la normale vers le début de 2024 pour la plupart des grandes économies, ce qui, selon nous, devrait limiter les baisses de taux des banques centrales d'ici là.

Rendement : résumé et perspectives

Bien que les rendements globaux cette année ont été, au mieux, passables (à peine 2,0 % pour l'indice global des obligations mondiales Bloomberg et 2,4 % pour l'indice global des obligations américaines Bloomberg), nous continuons de nous attendre à des rendements stables.

Aux États-Unis, nous avons quelque peu réduit nos attentes (qui étaient de 7 % à 9 %) à une fourchette de 4 % à 6 %, car nous pensons que les obligations ne produiront pas vraiment plus que les coupons payés cette année. Cette révision à la baisse est en grande partie attribuable aux premières baisses de taux prévues de la Fed, qui ont été reportées au premier trimestre de 2024 alors qu'elles devaient avoir lieu au quatrième trimestre de cette année. Parallèlement, il semble que les risques économiques aient diminué, puisque les marchés ont recommencé à tabler sur un atterrissage en douceur de l'économie américaine.

Comme le montre le tableau ci-dessous, RBC Marchés des Capitaux prévoit que le taux des obligations du Trésor à 10 ans (qui est sensible aux attentes en matière de croissance économique et d'inflation), sera relativement le même à la fin de l'année que maintenant, à 3,60 %. Notre prévision précédente était de seulement 3,2 %, mais puisque les risques de récession se sont estompés, nous croyons que la probabilité que les taux obligataires à long terme baissent et que les investisseurs se ruent vers les titres sûrs en cas de forte récession a elle aussi diminué.

Principaux taux directeurs et taux des obligations d'État : prévisions pour la fin de l'année

	États-Unis			Europe			Royaume-Uni			Canada		
	Taux directeur de la Fed	2 ans	10 ans	Taux directeur de la BCE	2 ans	10 ans	Taux directeur de la BdA	2 ans	10 ans	Taux directeur de la BdC	2 ans	10 ans
Taux actuel	5,25 %	4,70 %	3,74 %	3,50 %	3,09 %	2,40 %	5,00 %	4,92 %	4,33 %	4,75 %	4,58 %	3,34 %
Taux prévu à la fin de l'année	5,50 %	4,15 %	3,60 %	4,00 %	3,05 %	2,55 %	5,50 %	3,50 %	3,65 %	5,00 %	4,15 %	3,00 %

Nota : Pour l'Europe, les taux sont ceux des obligations allemandes.

Sources : RBC Marchés des Capitaux, Bloomberg ; données au 23 juin 2023

PERSPECTIVES DE MILIEU D'ANNÉE

Ce n'est pas vraiment « l'année des obligations », en fin de compte

Le constat est semblable pour toutes les grandes économies, sauf le Royaume-Uni. L'inflation est plus persistante là-bas, si bien que les taux directeurs pourraient atteindre un sommet de 5,50 %, voire plus, selon les prévisions de RBC Marchés des Capitaux. Comme la Banque d'Angleterre est forcée d'en faire davantage par rapport aux hausses de taux, nous croyons que le risque d'erreur est plus élevé – et une erreur pourrait compromettre l'économie.

Plus de temps pour investir

Pour les investisseurs qui ne s'inquiètent généralement pas du potentiel de rendement global des obligations, mais plutôt du revenu fourni par le capital, les perspectives ne pourraient guère être meilleures, à notre avis.

Pendant la majeure partie de la dernière année, le marché s'est surtout préoccupé des taux directeurs « finaux » des banques centrales, c'est-à-dire les niveaux maximaux qui seraient nécessaires pour maîtriser l'inflation. Mais tandis que la fin des cycles de hausse approche, c'est une autre question qui les intéresse : combien de temps les taux directeurs devront-ils rester élevés pour empêcher l'inflation de remonter ?

L'indice global des obligations mondiales Bloomberg se situe maintenant à 3,8 %, soit bien au-dessus de sa moyenne sur 20 ans (2,5 %) et de son plus haut niveau depuis 2007 (4,8 %). En fait, les investisseurs ont pu investir à des taux supérieurs aux niveaux actuels seulement 15 % du temps depuis 2003.

La Fed a dernièrement réussi à convaincre les marchés qu'aucune baisse de taux n'était au programme cette année. En mai, les marchés prévoyaient près de cinq baisses de taux de 25 points de base cette année. Mais depuis les récentes décisions et communications de la Fed, ils n'en prévoient plus aucune.

Que la lutte contre l'inflation s'étire a un avantage pour les investisseurs : ils auront probablement plus de temps pour profiter des taux obligataires élevés.

Bien que nous pensons que les banques centrales adopteront une approche plus prudente après une année de mesures brutales, les investisseurs se trouvent dans une position unique et privilégiée. Les taux obligataires ont rarement été plus attrayants, selon nous, et ils devraient offrir un très bon potentiel d'appréciation du capital si les prix des obligations se redressent – à condition que les banques centrales optent pour des baisses de taux alors que la croissance économique et l'inflation finiront par diminuer.

Feuille de pointage

SUR LA RÉCESSION AUX ÉTATS-UNIS

En route vers une récession aux États-Unis

Aucun changement n'a été apporté à la feuille de pointage sur la récession dans le dernier mois. Trois des sept indicateurs demeurent négatifs (dans la colonne rouge), ce qui signifie qu'ils ont dépassé le seuil qui, auparavant, a été généralement suivi d'une récession dans un délai mesurable. Deux autres indicateurs ont récemment été déplacés dans la colonne jaune (mise en garde) parce qu'ils sont sur le point de donner un signal négatif, ce qui devrait arriver d'ici quelques mois. Les deux derniers indicateurs, qui sont encore verts, continuent de laisser entendre que l'expansion économique n'est pas encore tout à fait terminée. Notons cependant qu'ils sont nettement moins positifs qu'il y a un mois.

D'après les indicateurs qui sont passés en territoire annonciateur de récession jusqu'à présent, nous croyons que la récession pourrait survenir à la fin du deuxième trimestre ou au troisième trimestre de 2023. **Rappelons que la date officielle de début d'une récession n'est parfois annoncée que plusieurs mois ou trimestres après les faits.**

Courbe des taux (écart entre obligations du Trésor à 10 ans et à 1 an)

Le taux des obligations du Trésor à 1 an a nettement dépassé celui des obligations à 10 ans en juillet dernier, et l'écart négatif s'est creusé au cours des 11 derniers mois. **L'historique de cet indicateur après son entrée en territoire négatif donnait à penser que l'économie américaine serait en récession d'ici l'été 2023.**

La plus récente enquête menée par la Réserve fédérale auprès des responsables du crédit (publiée en mai) a renforcé la perspective d'un resserrement du crédit qui se dégage de la courbe des taux en montrant que, conformément à la tendance amorcée il y a un an, une majorité de banques américaines continuent de durcir les critères d'octroi pour presque toutes les catégories de prêts à l'entreprise et au consommateur.

La même enquête a également révélé que la plupart des banques font état d'une baisse de la demande de prêts commerciaux et industriels ainsi que d'une volonté moindre de consentir de tels prêts. En outre, une majorité croissante d'entre elles exigent une cote de crédit plus élevée pour les prêts à la consommation et des mises de fonds plus élevées pour les prêts-auto.

Indice ISM des nouvelles commandes moins les stocks

La différence entre la composante des nouvelles commandes et la composante des stocks de l'indice ISM des directeurs d'achats est devenue

Feuille de pointage sur la récession aux États-Unis

Indicateur	État		
	Expansion	Neutre	Récession
Courbe des taux (taux de l'obligation du Trésor à 10 ans et à 1 an)			✓
Demandes de prestations de chômage		✓	
Taux de chômage	✓		
Indice économique avancé du Conference Board			✓
Flux de trésorerie disponibles de sociétés non financières	✓		
Indice ISM des nouvelles commandes moins les stocks			✓
Taux des fonds fédéraux et croissance du PIB nominal		✓	

Source : RBC Gestion de patrimoine

FEUILLE DE POINTAGE SUR LA RÉCESSION AUX ÉTATS-UNIS

négative à l'approche de la plupart des récessions aux États-Unis. Cependant, cet indicateur a quelquefois donné de faux signaux positifs, en signalant l'imminence d'une récession alors qu'aucune récession ne s'est produite. En outre, cet indicateur ne prend en compte que l'activité du secteur manufacturier (environ 15 % de l'économie américaine) et est dérivé d'une enquête plutôt que de données concrètes. Cela dit, **il n'a jamais été aussi mauvais auparavant, sans qu'une récession finisse par se produire**.

Indice économique avancé du Conference Board

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

Or, il est devenu résolument négatif au troisième trimestre de 2022, se retrouvant ainsi dans la colonne rouge de notre feuille de pointage. D'après le dernier relevé, l'indice s'est encore détérioré en avril. Si l'on se fie aux données antérieures, il signale fortement l'arrivée d'une récession au deuxième ou au troisième trimestre de 2023 aux États-Unis.

Demandes de prestations de chômage

Le plus bas niveau en un mois pour le cycle en cours a été atteint en septembre. Le creux cyclique des demandes est généralement enregistré 12 mois environ avant le début de la récession suivante. Ainsi, **si l'indicateur n'atteint pas un niveau encore plus bas dans les mois à venir, une récession pourrait commencer au cours de l'automne, selon les données historiques**.

Les demandes ont récemment grimpé bien au-dessus du creux de septembre, ce qui laisse croire que la tendance lissée pourrait bel et bien s'inverser, passant d'une orientation baissière à haussière. Le fait que les emplois temporaires et les postes à pourvoir diminuent d'une année sur l'autre augmente la probabilité que le vent tourne pour les demandes de prestations de chômage. Pendant que nous attendons que ce revirement soit confirmé ou que les demandes fléchissent de nouveau, l'ambiguïté a justifié de déplacer l'indicateur dans la colonne jaune en avril.

Taux de chômage

En mai, le taux de chômage a enregistré sa plus forte hausse mensuelle pour le cycle économique en cours, alors qu'il était retombé en avril au creux inégalé en cinq décennies touché d'abord en janvier. Même si pas moins de 330 000 emplois ont été créés selon le rapport de mai, le taux de chômage (d'après le sondage auprès des ménages du Bureau of Labor Statistics) a bondi à 3,7 %, contre 3,4 % le mois précédent. Une hausse supérieure à 4,0 % dans les prochains mois intensifierait la tendance lissée de cet indicateur et, à notre avis, signalerait l'approche d'une récession. Une fois le creux mensuel atteint, il a fallu en moyenne huit à neuf mois avant qu'une récession ne s'amorce. Cela dit, il n'a parfois fallu attendre que deux ou trois mois.

Flux de trésorerie disponibles de sociétés non financières

Cet indicateur donne une idée de la capacité de ces entreprises, dans leur ensemble, à financer à l'interne les dépenses en immobilisations nécessaires ou souhaitées. Auparavant, lorsqu'il a été négatif d'une année sur l'autre, une baisse des dépenses en immobilisations des sociétés a généralement suivi, accompagnée d'une récession. Malgré un léger recul au quatrième trimestre de 2022, l'indicateur demeure élevé et semble encore loin de donner un signal négatif. Le relevé du deuxième trimestre sera connu au début septembre.

Taux des fonds fédéraux et croissance du PIB nominal

Le taux des fonds fédéraux a dépassé le taux de croissance annualisé sur six mois du PIB nominal avant ou au tout début de chaque récession survenue au cours des 70 dernières années. (Le PIB nominal n'est pas ajusté en fonction de l'inflation.) Ce taux de croissance est en baisse depuis le sommet de 23 % atteint au quatrième trimestre de 2020 en raison du redémarrage de l'économie. Bien

FEUILLE DE POINTAGE SUR LA RÉCESSION AUX ÉTATS-UNIS

qu'il soit tombé à 7,2 % à la fin de 2022, il restait encore bien supérieur au taux des fonds fédéraux, qui avait grimpé à 4 %. Le taux des fonds fédéraux se situe maintenant à 5,25 %, et les données sur le PIB du premier trimestre indiquent que la croissance du PIB nominal sur six mois a ralenti à seulement 6,0 %. Selon nos prévisions, la croissance du PIB nominal ralentira davantage et aura probablement chuté à 5 % ou moins d'ici le deuxième ou le troisième trimestre de cette année, remplissant ainsi cette condition préalable des récessions passées.

Étant donné que l'écart entre le taux des fonds fédéraux et le taux de croissance économique s'est beaucoup rétréci et qu'à notre avis, il deviendra probablement négatif au cours des prochains mois, nous avons fait passer cet indicateur du vert au jaune en avril.

Conclusion

À notre avis, la pondération du niveau actuel des sept indicateurs et la projection de leur trajectoire probable au cours des prochains trimestres continuent de laisser entrevoir une probabilité croissante d'une récession aux États-Unis vers la fin du premier semestre ou au troisième trimestre de 2023.

RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE

des actions

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

Sunny Singh, CFA
Toronto, Canada
sunny.singh@rbc.com

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

Thomas McGarrity, CFA
Londres, Royaume-Uni
thomas.mcgarrity@rbc.com

Jasmine Duan
Hong Kong, Chine
jasmine.duan@rbc.com

Nicholas Gwee, CFA
Singapour
nicholas.gwee@rbc.com

États-Unis

■ La capacité du marché boursier américain de conserver les gains énormes récemment récoltés et, mieux encore, de les faire croître au cours du second semestre de l'année dépendra en grande partie du fait que l'économie succombe ou non à la récession, selon nous.

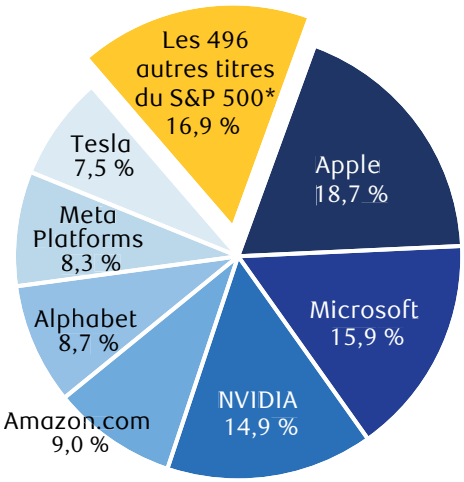
■ Malgré le relèvement musclé des taux d'intérêt par la Fed, les données économiques et la croissance des bénéfices ont été relativement robustes jusqu'à maintenant en 2023, ce qui a contribué à faire grimper l'indice S&P 500 de 13,3 % du début de l'année à la fin de juin. Toutefois, nos indicateurs économiques avancés continuent de signaler des risques accrus de récession. Si une récession se matérialise dans les mois à venir, nous pensons que les bénéfices des sociétés chuteront et que les prévisions de bénéfices diminueront. Selon les prévisions générales, l'indice S&P 500 devrait dégager un bénéfice par action de 220 $ en 2023, soit un peu plus que l'an dernier, et de 246 $ en 2024. Selon nous, le ratio cours/bénéfice prévisionnel sur 12 mois de 18,8x du marché, supérieur à la moyenne, semble intégrer plusieurs bonnes nouvelles, comme un atterrissage en douceur de l'économie, un fléchissement soutenu de l'inflation, un virage de la Fed vers un abaissement des taux d'intérêt plus tard cette année ainsi qu'une solide croissance des bénéfices en 2024, ce qui laisse peu de place aux déceptions.

■ La reprise récente du marché a été marquée par un déséquilibre et une étroitesse inhabituels. Les actions qui devraient tirer parti des perspectives de croissance des bénéfices associées au thème de l'intelligence artificielle ont été en grande partie responsables de ce redressement, représentant environ 83 % des gains récoltés depuis le début de l'année, comme l'illustre le graphique. Une étude menée par des RBC Marchés des Capitaux a révélé qu'aucune tendance uniforme ne ressortait des rendements obtenus lors de périodes marquées par de tels déséquilibres depuis 1990 : parfois le marché s'était redressé et parfois il avait fait l'objet de fortes ventes. Encore une fois, pour ce cycle, nous pensons que les rendements dépendront de la concrétisation ou non d'une récession, qui entraînerait un recul des bénéfices.

■ Nous recommandons de maintenir une pondération neutre des actions américaines, cherchant ainsi à établir un équilibre entre l'intensification des risques économiques, d'une part, et les occasions habituellement associées à un changement de politique monétaire de la Fed. À ce stade, nous recommandons d'orienter légèrement les portefeuilles vers les secteurs défensifs et les sociétés susceptibles de majorer leurs dividendes.

Les actions des « 7 grandes sociétés » représentent une part écrasante des rendements enregistrés jusqu'à présent en 2023

Proportions des rendements des 7 grandes sociétés et des 496 autres titres du S&P 500, dividendes inclus, depuis le début de l'année*



Le rendement total du S&P 500 depuis le début de l'année est de 14,2 %. Apple représente 18,7 % de ce rendement ; Microsoft, 15,9 % ; et ainsi de suite. Les actions des 7 grandes sociétés représentent collectivement 83,1 % du rendement total de l'indice.

* Le S&P 500 compte actuellement 503 titres.

Sources : RBC Gestion de patrimoine, FactSet ; données prises en compte jusqu'au 23 juin 2023

RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DES ACTIONS

Vue d'ensemble des actions

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

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

Canada

■ Au Canada, l'activité économique demeure robuste : la croissance du produit intérieur brut au premier trimestre a dépassé les attentes générales, tandis que la croissance au deuxième trimestre semble solide jusqu'à présent. Toutefois, malgré ces indicateurs de croissance plus solides que prévu, nous restons prudents dans nos prévisions, car les effets du resserrement monétaire des banques centrales ne se sont pas encore pleinement répercutés sur l'ensemble de l'économie, et nos indicateurs prospectifs donnent toujours à penser qu'une récession se profile à l'horizon.

■ Nous demeurons conscients du fait que l'économie canadienne est particulièrement sensible à la hausse des taux, en raison de l'endettement élevé des ménages et de la grande proportion de l'activité économique liée au marché immobilier. Après une année mouvementée pour le marché canadien du logement, les conditions semblent s'être stabilisées ces derniers mois, les ventes et les prix ayant progressé. Toutefois, le fait que la Banque du Canada ait récemment repris le relèvement des taux d'intérêt devrait se traduire par une détérioration accrue de l'accessibilité déjà limitée et, possiblement, mettre un frein à la reprise du marché du logement avant qu'elle ne s'accélère.

■ Les actions des banques canadiennes se négocient à des cours historiquement bas, qui, selon nous, offrent une rémunération raisonnable pour des perspectives de bénéfices qui sont assombries par diverses menaces, notamment le ralentissement de la croissance des prêts, la contraction des marges, les pressions réglementaires et la possibilité de pertes sur prêt plus élevées. Bien qu'il soit difficile de trouver un catalyseur susceptible d'améliorer les valorisations à ce stade du cycle du crédit, nous croyons que les investisseurs en quête de revenus et ayant une vision à long terme peuvent dénicher des occasions.

■ Les craintes d'une récession mondiale continuent de peser sur les prix de l'énergie, étant donné que les perspectives à court terme liées à la demande de pétrole restent sombres. Toutefois, nous demeurons optimistes à l'égard du secteur de l'énergie, car nous croyons que le resserrement de l'offre de pétrole laisse entrevoir une hausse des prix tout au long du cycle. Compte tenu de la solidité des profils de production de flux de trésorerie disponible et, à notre avis, des décisions favorables en ce qui concerne l'affectation des capitaux (majoration des dividendes, rachats d'actions, réduction de la dette) des grandes sociétés pétrolières canadiennes, nous conservons des placements dans le secteur.

Europe continentale

■ La zone euro est entrée en récession technique après la contraction de 0,1 % de son PIB pendant deux trimestres consécutifs (au quatrième trimestre de 2022 et au premier trimestre de 2023). Le deuxième trimestre de 2023 a connu un lent départ. L'activité économique dans les secteurs des services reste soutenue, mais cela ne suffit pas pour compenser le déclin du secteur manufacturier.

■ Pourtant, il convient de ne pas manifester un pessimisme exagéré à l'égard de cette situation. Fait remarquable, le taux de chômage, de 6,5 %, est le plus bas en plus de 20 ans. Par ailleurs, même si elles sont beaucoup moins généreuses qu'au cours des dernières années, les mesures de relance budgétaire continueront à soutenir l'économie. Selon Bloomberg, les prévisions générales de croissance sont de 0,6 % cette année.

■ Tandis que l'activité a fléchi, l'indice MSCI Europe hors Royaume-Uni a rendu une partie de ses rendements supérieurs récoltés entre août 2022 et mars 2023. Même si les valorisations restent inférieures à celles des États-Unis, nous recommandons encore de sous-pondérer la région, qui tire habituellement de l'arrière lorsque l'activité mondiale ralentit.

■ Il existe pourtant, selon nous, des occasions intéressantes pour les investisseurs. Nombreux sont ceux qui croient que l'Europe est désavantagée par la faible place qu'y occupe le secteur de la technologie, compte tenu surtout de l'effervescence entourant l'intelligence artificielle (IA) générative. S'il est vrai que la pondération des indices européens en titres technos est sensiblement moins élevée, il existe des occasions liées au développement de l'infrastructure requise pour l'IA générative. À notre avis, les perspectives des principaux fabricants de matériel pour semi-conducteurs sont particulièrement prometteuses, comme

RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DES ACTIONS

celles de certains fournisseurs de matériel électrique, vu que les besoins des centres de données en électricité, en systèmes de refroidissement et en systèmes de gestion énergétique intelligents augmenteront.

■ Nous continuons de privilégier les sociétés du secteur du luxe, qui combinent forte croissance, notoriété, dynamisme opérationnel et valorisations raisonnables. Nous voyons toutefois la possibilité d'une dispersion accrue des cours dans ce secteur, en raison de la reprise cahoteuse de la Chine.

■ Enfin, nous restons optimistes quant aux perspectives à long terme de sociétés industrielles de l'Europe qui, selon nous, sont bien placées pour profiter des dépenses en immobilisations dans la décarbonation et l'automatisation, et des tendances au rapatriement des activités.

Royaume-Uni

■ Au Royaume-Uni, où le gouvernement conservateur actuel éprouve des difficultés dans les sondages, l'attention se tourne vers la prochaine élection, prévue en janvier 2025, mais qui, selon beaucoup de gens, pourrait avoir lieu l'an prochain.

■ Le Parti travailliste se concentrera probablement sur l'approche pour « faire fonctionner le Brexit », s'efforçant éventuellement de supprimer les frictions commerciales. Le parti vise aussi à renforcer le rôle des énergies renouvelables et s'engage à éliminer les obstacles qui entravent actuellement les projets écologiques.

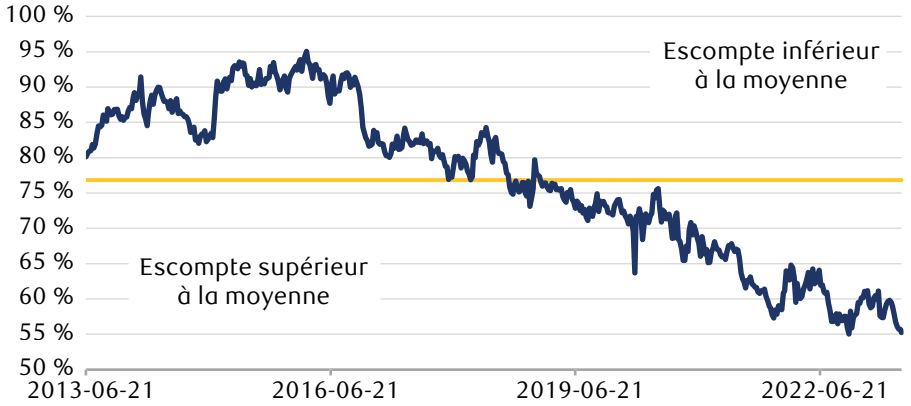
■ S'il remporte les prochaines élections, le Parti travailliste héritera d'un pays profondément marqué, non seulement par le Brexit, mais aussi par le resserrement, le plus rapide en 30 ans, de la politique monétaire de la Banque d'Angleterre.

■ Nous continuons de recommander une sous-pondération des actions britanniques, mais nous reconnaissons qu'elles offrent de bonnes occasions malgré la morosité des perspectives économiques du pays. La plupart des sociétés de l'indice FTSE 100 réalisent la majeure partie de leurs revenus (près de 80 %) hors du Royaume-Uni. Soulignons la valorisation attrayante de l'indice général FSTE All Share, qui est d'un peu moins de 10 fois les estimations générales des bénéfices prévisionnels, ce qui représente un « escompte anormal », de l'avis de notre correspondant national de recherche. Les dividendes sont attrayants, avec un taux de plus de 4 %, et sont bien couverts. Dans le passé, l'indice s'est relativement bien comporté lorsque l'activité mondiale diminuait. Or, nous prévoyons qu'un ralentissement se produira au second semestre de l'année.

■ En outre, si la livre atteint son point culminant, un obstacle au rendement sera éliminé. La monnaie, qui est passée de 1,06, à l'apogée des difficultés de l'ancienne première ministre Liz Truss, à 1,27, a nui aux actions. La livre devrait se stabiliser, étant donné que les attentes générales concernant les taux d'intérêt sont déjà très élevées et que les données économiques fondamentales du Royaume-Uni sont faibles.

L'indice FTSE All Share se négocie à un escompte excessif par rapport à l'indice S&P 500

Comparaison des ratios C/B prévisionnels sur 12 mois des actions britanniques et américaines



Sources : RBC Gestion de patrimoine, Bloomberg ; données prises en compte jusqu'au 21 juin 2023

RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DES ACTIONS

■ Nous continuons de privilégier les sociétés de grande qualité de secteurs défensifs, qui génèrent une grande partie de leurs revenus à l'étranger et dont l'action se négocie à des cours inférieurs à ceux de leurs pairs à l'échelle internationale.

■ Notre secteur défensif favori reste les soins de santé. Cependant, la consommation de base devient plus intéressante, en raison des valorisations meilleur marché après une période de contre-performance, et des perspectives d'amélioration des marges au second semestre de l'année.

■ La Chine a surpris les marchés en dévoilant un plan de relance plus important que prévu axé sur les infrastructures. Ce plan devrait favoriser les actions britanniques, selon nous, étant donné que les marchandises représentent près de 20 % de l'indice FTSE All Share.

Asie-Pacifique

■ Depuis le début de l'année, le marché boursier du Japon figure parmi les marchés les plus performants des pays développés, en monnaie nationale. Nous croyons que la hausse récente des cours boursiers a été attribuable à la fin de la déflation, à la hausse du rendement des capitaux propres (RCP) des sociétés et à la capacité d'accroître le rendement des actionnaires, à l'attrait relatif des actions japonaises dans un contexte de consensus sur l'imminence de récessions aux États-Unis et en Europe, à l'intérêt accru pour les placements pouvant remplacer les actions chinoises, à l'intérêt accru pour le type de placement préconisé par Warren Buffett et à la politique monétaire relativement conciliante du pays.

■ À l'avenir, nous prévoyons qu'un intérêt accru des investisseurs étrangers favorisera aussi le marché boursier. Nous restons optimistes à l'égard des actions japonaises, car la demande intérieure devrait rester ferme ; les touristes chinois reviendront vraisemblablement ; la restructuration de la Bourse de Tokyo devrait stimuler la hausse des rendements des capitaux propres ; les valorisations semblent encore peu élevées, étant donné que le ratio cours/bénéfice prévisionnel du marché est inférieur à sa moyenne sur 20 ans. Bien que nous pensions que les actions japonaises feront face à des vents contraires au second semestre de 2023 si l'économie mondiale entre en récession, compte tenu des changements structurels positifs en cours, nous pensons que le recul des cours boursiers devrait être relativement modeste. Le Japon demeure notre marché développé privilégié en Asie.

■ En ce qui concerne les actions chinoises, nous croyons que l'état de la reprise économique, les mesures de stimulation et la situation géopolitique représenteront les principaux moteurs du marché. Eric Lascelles, économiste en chef de RBC Gestion mondiale d'actifs Inc., a souligné que le pessimisme à l'égard des perspectives économiques de la Chine pourrait être exagéré. Il s'attend toujours à une relance économique modérée ainsi qu'à une croissance de plus de 5 % de l'économie chinoise en 2023. Le pays dispose d'une importante marge de manœuvre pour mettre en place des mesures de relance monétaire ou budgétaire, compte tenu du contexte de faible inflation. Nous avons toutefois l'impression que les participants au marché croient que les mesures d'assouplissement récentes, comme la réduction des taux directeurs, ne sont pas suffisantes. Nous croyons que l'ampleur des mesures de relance ainsi que le moment où elles sont mises en œuvre sont importants. À notre avis, le gouvernement doit démontrer son engagement à soutenir l'économie le plus tôt possible. Les relations entre les États-Unis et la Chine montrent des signes de stabilisation à la suite de la visite récente en Chine du secrétaire d'État américain Antony Blinken.

■ D'ici à ce que l'on constate une amélioration sensible des trois facteurs clés mentionnés ci-dessus, les actions chinoises devraient rester confinées dans une fourchette étroite. Mais nous croyons que le marché offre encore de bonnes occasions du point de vue des secteurs et des actions individuelles. Nous préférons détenir certains titres défensifs et à rendement élevé pour la protection contre les baisses et le revenu qu'ils procurent. Par ailleurs, nous pourrions miser à court terme sur des positions dans des actions à bêta élevé (c.-à-d. celles qui sont plus volatiles que l'ensemble du marché), comme des titres technologiques chinois de qualité, afin de tirer parti de la volatilité possible des marchés.

RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE

des titres à revenu fixe

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

Ryan Harder, CFA
Toronto, Canada
ryan.harder@rbc.com

Rufaro Chiriseri, CFA
Londres, Royaume-Uni
rufaro.chiriseri@rbc.com

Kennard Ling
Singapour
kennard.ling@rbc.com

États-Unis

■ À sa réunion de juin, la Réserve fédérale (Fed) s'est abstenue de relever les taux pour la première fois en plus d'un an, mais ses projections de taux actualisées annoncent un resserrement plus important que ce que les marchés anticipaient. Bien que les dirigeants de la Fed prévoient que les taux finiront par atteindre un niveau de 5,75 % avant que les hausses ne soient interrompues, nous nous attendons à ce qu'ils culminent à 5,50 % d'ici la réunion de juillet ou de septembre.

■ À notre avis, le prochain différend entre les marchés et la Fed portera sur le moment où aura lieu la première baisse de taux. La Fed a fermement soutenu qu'aucune réduction de taux n'était au programme cette année, mais sa politique est aussi désormais véritablement « dépendante des données ». Si l'économie reste résiliente et que le rythme de l'inflation ralentit, des baisses de taux devraient être décrétées en 2024. Mais les marchés jonglent avec l'idée qu'un ralentissement de l'activité économique et de l'inflation pourrait inciter la Fed à procéder à une ou deux baisses de taux « préventives » plus tard en 2023.

■ Les titres des marchés du crédit ont continué à se négocier comme si toute éventuelle récession à venir serait modérée. L'écart de taux moyen par rapport aux titres du Trésor, qui rémunère les investisseurs pour le risque de défaillance, n'est que de 1,3 % pour les obligations de catégorie investissement ; historiquement, cet écart est supérieur à 2,0 % lorsque les risques de récession sont importants.

Dans ce contexte, nous conservons une légère préférence pour les titres de créance d'État par rapport aux obligations de sociétés, en raison des valorisations et des avantages contracycliques des titres d'État dans l'éventualité où les craintes de récession s'accentueraient. Les actions privilégiées ont tiré de l'arrière cette année après l'effondrement de banques en mars et en avril, mais le secteur poursuit son redressement et nous continuons d'y trouver de la valeur.

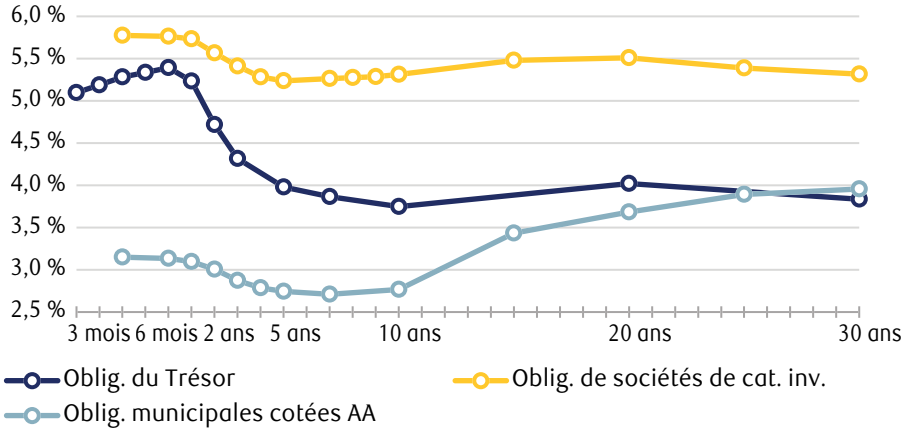
■ Les valorisations des obligations municipales demeurent élevées, les taux se situant à des creux historiques par rapport à ceux des titres du Trésor du fait d'une demande d'obligations largement supérieure aux nouvelles émissions sur le marché. Selon nous, les investisseurs doivent encore se tourner vers les échéances de plus de 15 ans pour dénicher de la valeur. À défaut d'une telle option, d'autres segments du marché obligataire américain pourraient offrir de meilleures occasions aux investisseurs dans toutes les tranches d'imposition, sauf les plus élevées, selon nous.

Canada

■ Les obligations canadiennes ont connu un premier semestre en dents de scie : en effet, les taux ont traversé deux périodes de diminution rapide et deux autres d'augmentation rapide. Par conséquent, la volatilité des taux oscille autour de niveaux inédits depuis la crise financière mondiale, ce qui a entraîné des fluctuations de prix plus importantes que celles auxquelles les investisseurs s'étaient habitués

Recherche de valeur

Courbes des taux pour les principaux secteurs obligataires américains



Sources : RBC Gestion de patrimoine, Bloomberg ; données prises en compte jusqu'au 21 juin 2023

RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DES TITRES À REVENU FIXE

Opinions sur les titres à revenu fixe

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

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

ces 15 dernières années. La volatilité accrue témoigne de l'incertitude avec laquelle les marchés doivent composer au moment de déterminer la trajectoire future de la politique monétaire.

■ En raison de la variabilité élevée des données économiques, il est difficile de prédire à quel niveau les taux d'intérêt se stabiliseront. Ceux qui pensent que les baisses de taux seront bientôt une réalité font valoir que les données sur l'emploi se dégradent et que les chiffres sur l'inflation globale diminuent rapidement. En revanche, ceux qui tablent sur d'autres hausses rétorquent que l'inflation de base demeure supérieure à la cible de la Banque du Canada et que le taux de chômage frôle des planchers records, même si la création d'emplois ralentit. Pour compliquer davantage les choses, rappelons que le resserrement de la politique monétaire met du temps à faire sentir ses effets sur l'économie, ce qui signifie que la banque centrale doit se méfier d'un resserrement excessif.

■ Malgré la forte incertitude économique et les faillites très médiatisées de certaines banques régionales américaines, les données sur l'économie canadienne ont été suffisamment solides au deuxième trimestre pour que le gouverneur Tiff Macklem et les autres membres du Conseil directeur de la Banque du Canada décrètent une nouvelle hausse de taux au début de juin, ce qui a contribué à faire grimper les taux obligataires près d'un sommet de 15 ans.

■ Nous sommes d'avis que les marchés continuent de sous-estimer la vigueur sous-jacente de l'inflation de base et de l'inflation des services, et qu'une économie canadienne résiliente devra composer avec des taux élevés pendant plus longtemps que ne le donnent à penser les prévisions concernant les taux d'intérêt. Par conséquent, nous préférons conserver une duration légèrement courte. Néanmoins, nous considérons que les rendements obligataires sont généralement attrayants d'un point de vue historique, et le niveau de départ élevé des rendements en revenu procure un certain coussin en cas de nouvelles hausses de taux. Nous croyons que les investisseurs qui se sont concentrés sur les obligations à court terme ou les CPG auraient intérêt à prolonger la duration afin d'atténuer le risque de réinvestissement.

Europe continentale

■ Même si les taux d'intérêt de la zone euro dépassent maintenant de 400 points de base ceux de juin 2022, l'inflation « devrait rester trop forte pendant une trop longue période », selon la Banque centrale européenne (BCE). En juin, les membres de la BCE ont fortement revu à la hausse leurs prévisions pour l'inflation de base (hors alimentation et énergie), tablant notamment sur un taux de 2,3 % sur 12 mois en 2025, ce qui est supérieur à la cible de la banque centrale.

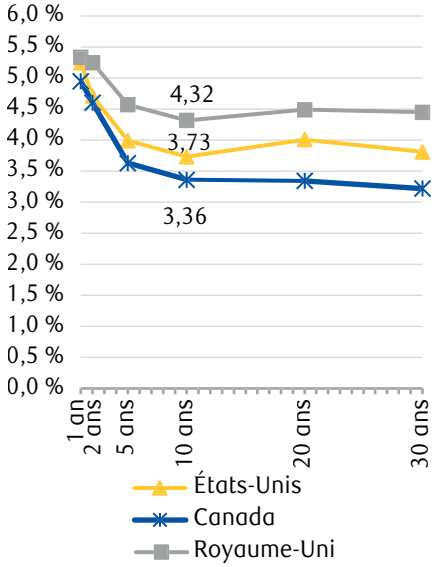
■ En raison de ces révisions, et de la déclaration de la présidente de la BCE, Christine Lagarde, selon laquelle une hausse des taux en juillet est « très probable », nous modifions nos attentes quant au taux directeur maximal, qui passent de 3,75 % à 4 %. Au-delà de sa réunion de septembre, la BCE pourrait décider de renoncer à relever les taux en octobre afin d'évaluer les effets de sa politique monétaire, et reprendre ensuite les hausses en cas de persistance de l'inflation. Ce scénario n'est pas notre hypothèse de base, mais il laisse entrevoir la possibilité que notre estimation d'un taux final de 4 % soit dépassée.

■ La BCE réduit son bilan au moyen d'un processus appelé « resserrement quantitatif » ; nous estimons que le rythme est modéré et qu'il est peu probable qu'il perturbe le marché. Notre position est neutre à l'égard des obligations d'État et de multinationales, et nous privilégions les titres de la France, de l'Espagne et de l'UE qui se négocient dans des fourchettes d'écarts que nous jugeons attrayantes par rapport aux titres d'État allemands.

■ En ce qui concerne les titres de créance de sociétés, la BCE détient toujours environ 34 % de l'univers des obligations admissibles (d'une valeur de 1,13 billion d'euros). Signalons que l'offre au premier semestre de l'année a atteint le deuxième niveau le plus élevé jamais enregistré. Par conséquent, nous croyons qu'en dépit du resserrement quantitatif, l'offre au deuxième semestre pourrait être relativement faible sur la base du niveau annuel moyen des années précédentes. Le risque d'un creusement important des écarts s'en trouve donc réduit, selon nous.

RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DES TITRES À REVENU FIXE

Courbes de taux des obligations d'État



Source : Bloomberg ; données prises en compte jusqu'au 23 juin 2023

■ Les écarts de taux des obligations de sociétés se sont remis de la débâcle du secteur bancaire de mars et avoisinent leurs niveaux les plus bas en 12 mois. Malgré tout, les écarts demeurent élevés dans le secteur bancaire. Nous y voyons une occasion d'acheter des obligations de premier rang de banques bien capitalisées qui se négocient à des taux attrayants, selon nous, par rapport à d'autres obligations de premier rang de sociétés non financières.

■ Les taux de défaillance des obligations de sociétés demeurent faibles, mais en raison des conditions de financement plus strictes et de la possibilité d'un ralentissement de l'économie mondiale, les écarts de taux des titres à rendement élevé risquent davantage de se creuser au second semestre de l'année. Au vu du rapport risque-rendement offert par les taux actuels, nous maintenons notre préférence pour les obligations de catégorie investissement de qualité supérieure par rapport aux obligations à rendement élevé.

Royaume-Uni

■ La Banque d'Angleterre semble se trouver dans une situation sans issue : les données justifient nettement de nouvelles hausses de taux, mais il y a un risque accru de provoquer des dégâts au passage. Dans son rapport sur la politique monétaire de mai, la banque centrale a relevé trois facteurs qui détermineront ses décisions futures : l'inflation des services, les salaires du secteur privé et l'étroitesse du marché du travail. Puisque les trois facteurs dépassent les attentes, elle n'a d'autre choix que de relever les taux. Après une augmentation de taux déroutante de 50 points de base, nous révisons donc notre prévision du taux final, qui passe de 5,25 % à 5,50 %-5,75 % ; ce taux pourrait toutefois être plus élevé si l'inflation des services venait à persister. Les attentes du marché sont beaucoup plus élevées, à 6,125 %.

■ Un facteur possiblement limitant pour le comité de politique monétaire est la sensibilité du marché du logement britannique à une hausse des taux d'intérêt. Selon la Banque d'Angleterre, environ 57 % des prêts hypothécaires arrivant à échéance en 2023 ont été établis avec un taux fixe inférieur à 2 %, ce qui concerne environ 1,3 million de ménages.

■ Les obligations d'État du Royaume-Uni à dix ans, en se négociant près du sommet de 4,5 % atteint en octobre 2022 et en zone de survente, ont offert une occasion de placement, selon nous. Toutefois, nous maintenons une position neutre et avons renoncé à surpondérer ces titres pour l'instant, étant donné l'incertitude au sujet du taux final de la banque centrale et les récentes hausses inattendues de l'inflation. Cela dit, les taux obligataires pourraient fléchir après la récente liquidation, et par conséquent, nous passerions à une surpondération en cas de maintien des taux près des sommets du premier semestre.

■ Compte tenu de la sensibilité des taux des obligations de sociétés aux taux des obligations d'État, nous sommes prudents quant à l'ajout de titres à duration considérable. Toutefois, la Banque d'Angleterre a presque vidé son bilan des obligations de sociétés au moyen de ventes actives (resserrement quantitatif). Par conséquent, le risque d'offre excédentaire est maintenant chose du passé, ce qui devrait limiter l'élargissement des écarts à court terme. En examinant la rémunération en contrepartie du risque de taux d'intérêt, nous voyons une occasion d'investir dans des obligations qui se négocient bien au-dessus de leurs moyennes historiques. Comme pour les titres de crédit européens, les obligations de premier rang des banques dotées de bilans solides nous paraissent également intéressantes.

Asie-Pacifique

■ Les fonds d'obligations de marchés émergents ont enregistré des sorties de capitaux au cours des quatre derniers mois. Compte tenu du contexte macroéconomique très incertain, nous ne prévoyons pas de hausse sensible des entrées de capitaux dans les fonds obligataires à court terme. Cependant, les flux pourraient s'améliorer plus tard dans l'année, si la Réserve fédérale marque une pause et que la politique est à nouveau assouplie en Chine.

■ Au premier semestre de 2023, les titres de créance asiatiques ont dégagé de bons rendements, malgré les turbulences du marché. Le marché des obligations asiatiques (hors Japon) libellées en USD a affiché un rendement total de 3,1 %, grâce au resserrement

des écarts de crédit en Asie et à la baisse des taux des titres du Trésor. Un autre catalyseur de ce rendement supérieur est la faiblesse des émissions d'obligations en Asie depuis le début de l'année, imputable aux perspectives économiques incertaines et à un préfinancement considérable au cours des deux années précédentes, alors que les taux étaient bas.

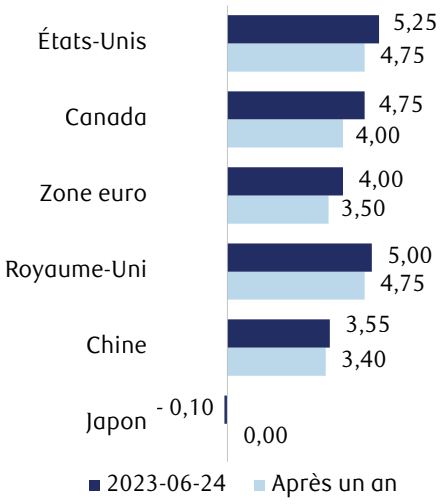
■ À notre avis, les titres de créance de l'Asie continuent d'offrir un rendement total attrayant, étant soutenus par des taux robustes qui frôlent les plus hauts niveaux en dix ans. Ce facteur offre une solide protection contre la volatilité du marché, et nous pensons que ces titres continueront d'afficher des rendements totaux positifs au second semestre de l'année. En revanche, nous croyons que cette situation découlera d'un repli continu des taux des obligations du Trésor américain plutôt que d'un resserrement des écarts.

■ En Asie, nous préférons les obligations de catégorie investissement aux obligations à rendement élevé ; les titres de qualité supérieure demeurent très populaires du fait du nombre limité de nouvelles émissions, alors que la demande d'obligations de qualité inférieure reste faible. Nous prévoyons que cette situation persistera jusqu'à la fin de 2023 et privilégions donc les obligations de qualité supérieure.

■ En Chine, la reprise post-COVID-19 s'est essoufflée. L'optimisme initial à l'égard du secteur immobilier s'estompe, alors que les 100 principaux promoteurs immobiliers chinois ont vu leurs ventes chuter de 21 % sur 12 mois en mai, après avoir enregistré un gain de 11 % sur 12 mois en avril. Nous continuons d'entrevoir des difficultés pour les promoteurs immobiliers qui tentent d'accéder de nouveau aux marchés obligataires. Bien que le gouvernement pourrait mettre en place davantage de mesures de soutien destinées au secteur, elles pourraient ne pas suffire à susciter une remontée durable des obligations des promoteurs immobiliers.

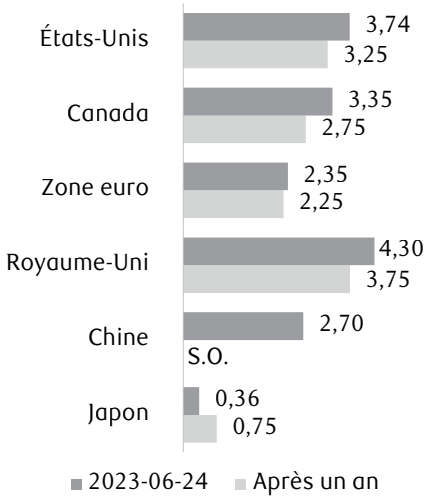
■ Ailleurs, nous entrevoyons des occasions du côté des obligations de catégorie investissement du Japon et de l'Australie, car l'inclusion des deux pays dans l'indice JACI Asia Pacific qui sera bientôt lancé devrait stimuler la demande de titres de créance japonais et australiens, selon nous.

Taux des banques centrales (%)



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

Taux sur 10 ans (%)



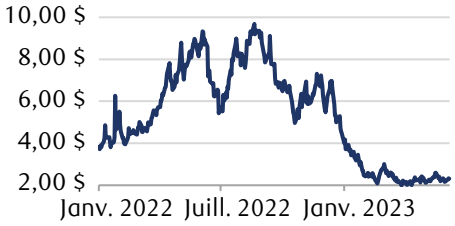
Nota : La zone euro utilise les obligations d'État allemandes.
Sources : Comité des stratégies de placement RBC, Comité des Services-conseils en gestion mondiale de portefeuille, RBC Gestion mondiale d'actifs

Marchandises

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

Gaz naturel : un prix plancher

Les prix du gaz naturel ont diminué d'environ 50 % depuis le début de l'année, à cause notamment de la hausse de la production, de l'augmentation des stocks et des attentes modestes en matière de consommation. Les stocks élevés poseront probablement problème d'ici à ce que la capacité d'exportation de GNL augmente l'an prochain. Toutefois, RBC Marchés des Capitaux estime qu'un plancher a été atteint cette année et prévoit un prix moyen d'environ 3,00 $/MBtu au second semestre de 2023.



Pétrole brut : déconnexion

En théorie, l'équilibre entre l'offre et la demande dans le monde demeure serré depuis des mois et devrait se tendre davantage au second semestre de l'année, de l'avis de RBC Marchés des Capitaux. Toutefois, la contre-performance du brut depuis le début de l'année laisse croire qu'il existe probablement plus de capacités excédentaires sur le marché physique que ce que les stocks déclarés portent à croire. RBC Marchés des Capitaux prévoit une hausse des prix du brut jusqu'à la fin de l'année, car les approvisionnements contrôlés finiront par garantir l'équilibre du marché.

Cuivre : des problèmes

D'ici la fin de l'année, nous prévoyons que le ralentissement de l'économie ainsi que les stocks excédentaires dans le monde pèseront sur les prix du cuivre. Ainsi, la demande provenant de la fabrication et de la construction a commencé à fléchir et pourrait, selon nous, réduire les prévisions liées à la consommation. Tant que nous n'aurons pas constaté une amélioration des données macroéconomiques, nous croyons que ces problèmes dicteront l'humeur des marchés.

Or : sensibilité aux données

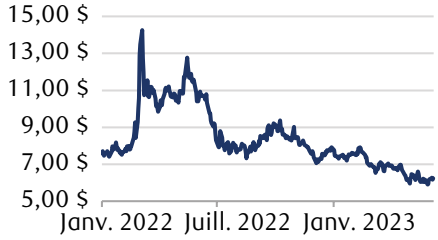
Les prix de l'or ont été poussés à la hausse depuis le début de l'année, en raison de l'effet combiné de la hausse des achats nets des banques centrales et de la position défensive des investisseurs. Toutes choses étant par ailleurs égales, la hausse des taux réels devrait freiner l'or, mais RBC Marchés des Capitaux estime que le métal jaune pourrait persister, selon son scénario le plus élevé, autour de 2 012$ l'once jusqu'à la fin de l'année et qu'il demeurera probablement sensible aux principales données économiques.

Soja : perspectives difficiles

À notre avis, la baisse des prix du soja depuis le début de l'année est attribuable au recul des données économiques imputable à l'économie chinoise. Selon les prévisions générales, le PIB réel de la Chine devrait se contracter, passant de 2,2 % au premier trimestre de 2023 à environ 1,1 % d'ici au quatrième trimestre de l'année. La Chine représente environ 60 % des importations mondiales. Par conséquent, le potentiel de hausse à court terme restera probablement limité jusqu'à ce que les perspectives de consommation en Chine s'améliorent.

Blé : des stocks restreints

Pour la saison 2023-2024, l'USDA prévoit une production mondiale d'environ 790 millions de tonnes métriques, ce qui est relativement conforme aux estimations de la consommation mondiale. Toutefois, les stocks restreints des principaux exportateurs devraient se traduire par les stocks de clôture les plus bas depuis 2008-2009, en excluant la Chine. Par conséquent, nous constatons un soutien aux prix actuels, ainsi qu'un modeste potentiel de hausse pendant le reste de l'année.



Prévisions relatives aux marchandises

Marchandises	2023E	2024E
Pétrole (WTI, $/baril)	84,45 $	90,12 $
Gaz naturel ($/MBTU)	2,67 $	3,75 $
Or ($/once)	1 807 $	1 777 $
Cuivre ($/lb)	4,00 $	4,00 $
Soja ($/boisseau)	13,83 $	13,20 $
Blé ($/boisseau)	6,89 $	7,25 $

Sources : Prévisions de RBC Marchés des Capitaux (pétrole, gaz naturel, or et cuivre), prévisions générales de Bloomberg (soja et blé) ; données prises en compte jusqu'au 13 juin 2023

Sources des graphiques : RBC Gestion de patrimoine, Bloomberg; période : du 1er janvier 2022 au 8 juin 2023

Devises

Nicolas Wong, CFA
Singapour
nicolas.wong@rbc.com

Prévisions relatives aux devises

Paire de devises	Cours actuel	Prévisions de juin 2024	Variation
Principales devises			
Indice USD	102,90	104,53	2 %
CAD/USD	0,75	0,74	-1 %
USD/CAD	1,31	1,35	3 %
EUR/USD	1,08	1,07	-1 %
GBP/USD	1,27	1,19	-6 %
USD/CHF	0,89	0,89	0 %
USD/JPY	143,70	139,0	-3 %
AUD/USD	0,66	0,64	-3 %
NZD/USD	0,61	0,62	2 %
EUR/JPY	156,66	149,0	-5 %
EUR/GBP	0,85	0,90	6 %
EUR/CHF	0,97	0,95	-2 %
Devises de pays émergents			
USD/CNY	7,17	7,05	-2 %
USD/INR	82,03	81,20	-1 %
USD/SGD	1,35	1,33	-1 %

La variation est l'appréciation ou la dépréciation implicite de la première devise de la paire cotée. Des exemples quant à la manière d'interpréter les données sur les devises se trouvent dans la Feuille de pointage du marché.

Sources : Prévisions de RBC Marchés des Capitaux, Bloomberg ; données prises en compte jusqu'au 26 juin 2023

Dollar américain : des gains modestes au second semestre

L'indice du dollar américain (DXY) s'est redressé en mai grâce au raffermissement des données économiques aux États-Unis et à la hausse des taux des obligations du Trésor, les craintes liées aux tensions dans le secteur bancaire s'étant estompées. RBC Marchés des Capitaux prévoit des gains modestes pour le dollar au second semestre, mais une solide progression pour le DXY, comme ce fut le cas au premier semestre. Son scénario de base prévoit une récession retardée aux États-Unis, ce qui pourrait favoriser le billet vert étant donné que les taux d'intérêt dans ce pays pourraient demeurer élevés plus longtemps, alors que l'élan de la croissance devrait s'essouffler dans d'autres parties du monde, notamment en Europe et en Chine.

Euro : du surplace

Le taux EUR/USD a évolué dans une fourchette allant de 1,05 à 1,11 depuis le début de 2023, et devrait rester confiné dans une fourchette semblable cet été. Nous croyons que la Banque centrale européenne relèvera probablement les taux d'intérêt pour les porter à 3,75 % en juillet, avant de faire une pause pendant le reste de l'année, à l'instar de la Fed. La hausse des taux devrait soutenir l'euro, mais la croissance économique au second semestre pourrait ralentir, comme l'indiquent les indices récents des directeurs d'achats, ce qui pourrait limiter toute remontée de l'euro.

Dollar canadien : difficile d'obtenir plus de gains

Le taux de change USD/CAD frôle le plus bas niveau de sa fourchette de l'année entre 1,3200 et 1,3860, le huard ayant dégagé un rendement supérieur à la suite de la hausse de taux inattendue de la Banque du Canada, en juin. Puisque les investisseurs tablent déjà sur un relèvement supplémentaire d'environ 30 points de base des taux par la Banque du Canada, nous croyons que le huard aura du mal à inscrire de nouveaux gains au second semestre.

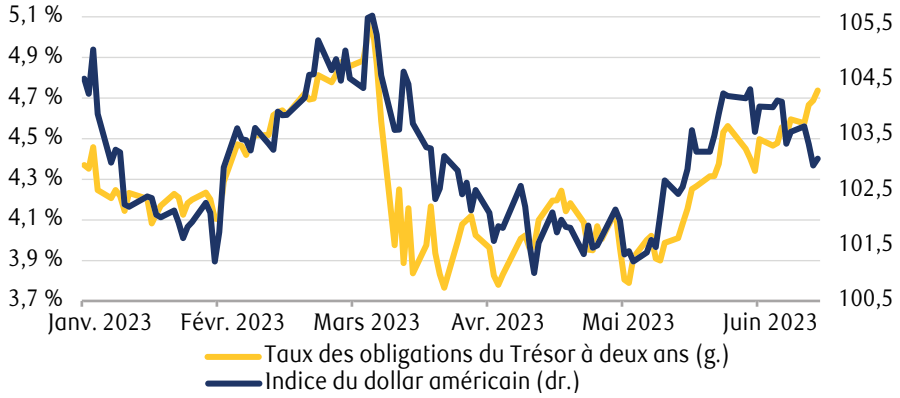
Livre sterling : pessimisme persistant malgré un rendement supérieur

Depuis le début de 2023, la livre sterling est la monnaie la plus performante parmi celles du G10, s'étant redressée par rapport à ses faibles niveaux de l'an dernier. En raison de la solidité des données sur le marché du travail britannique, les investisseurs s'attendent à ce que le taux directeur de la Banque d'Angleterre culmine à environ 6 % d'ici la fin de 2023. Nous restons pessimistes à l'égard de la monnaie. En effet, nous croyons que la Banque d'Angleterre ne relèvera pas énergiquement les taux d'intérêt, étant donné la vulnérabilité des ménages à la hausse des taux hypothécaires. RBC Marchés des Capitaux table sur un taux directeur final de 5,5 %.

Yen : réduction des écarts de taux

Le yen s'est apprécié à 130 par rapport au dollar pendant la période de tensions dans le secteur bancaire en mars, mais le taux USD/JPY s'est graduellement redressé et a atteint 141 peu après la réunion de politique monétaire de la Fed en juin. RBC Marchés des Capitaux a révisé à la hausse sa cible pour le USD/JPY, à 145, s'attendant à ce que les écarts entre les taux d'intérêt aux États-Unis et au Japon entraînent une dépréciation du yen, même si la Banque du Japon met fin à sa politique de contrôle de la courbe des taux au second semestre.

La remontée du dollar se poursuivra-t-elle au second semestre de 2023 ?



Sources : RBC Gestion de patrimoine, Bloomberg ; données prises en compte jusqu'au 15 juin 2023

Ressources pour les recherches

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

Le Comité des Services-conseils en gestion mondiale de portefeuille se fonde sur les perspectives générales du marché établies par le Comité des stratégies de placement RBC (CSPR) pour assurer un soutien tactique et thématique supplémentaire au moyen des recherches effectuées par le CSPR, RBC Marchés des Capitaux et des tiers.

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

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

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

Kelly Bogdanova – coprésidente ; analyste de portefeuille, Services-conseils en gestion de portefeuille – États-Unis, RBC Gestion de patrimoine, RBC Capital Markets, LLC

Frédérique Carrier – coprésidente ;
première directrice générale, cheffe, Stratégies de placement, RBC Europe Limited

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

Rufaro Chiriseri, CFA – chef, Titres à revenu fixe, îles Britanniques, RBC Europe Limited

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

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

Ryan Harder, CFA – conseiller en gestion de portefeuille, Titres à revenu fixe, Services-conseils en gestion de portefeuille, RBC Dominion valeurs mobilières Inc.

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

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

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

David Storm, CFA, CAIA – chef des placements, îles Britanniques et Asie, RBC Europe Limited

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

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

Autres collaborateurs de Perspectives mondiales

Jasmine Duan – stratégiste, Placements, RBC Investment Services (Asia) Limited

Nicholas Gwee, CFA – gestionnaire de portefeuille, succursale de Singapour, Banque Royale du Canada

Kennard Ling – spécialiste des titres à revenu fixe, succursale de Singapour, Banque Royale du Canada

Thomas McGarrity, CFA – directeur général, chef, Actions, Îles Britanniques, RBC Europe Limited

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

Richard Tan, CFA – conseiller en gestion de portefeuille, Actions canadiennes, Services-conseils en gestion de portefeuille, RBC Gestion de patrimoine – RBC Dominion valeurs mobilières Inc.

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

Déclarations exigées

Certification des analystes

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

Déclarations importantes

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

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

Si le présent rapport couvre six sociétés ou plus, RBC Gestion de patrimoine peut choisir de formuler les déclarations importantes sous forme de renvoi. Pour accéder aux déclarations courantes, les clients doivent se rendre 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, 250 Nicollet Mall, Suite 1800, Minneapolis, MN 55401-1931.

Distribution des notations de RBC Marchés des Capitaux

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

Distribution des notations – Recherche sur actions, RBC Marchés des Capitaux
Données au 31 mars 2023

			Services de banque d'investissement fournis au cours des 12 derniers mois	
Notation	Nombre	Pourcentage	Nombre	Pourcentage
Achat [Rendement supérieur]	824	56,05	236	28,64
Conservation [Rendement secteur]	591	40,20	132	22,34
Vente [Rendement inférieur]	55	3,74	4	7,27

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

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

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

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

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

Autres déclarations

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

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

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

Les auteurs de ce rapport sont des employés de l'une des entités suivantes : RBC Gestion de patrimoine – États-Unis, division de RBC Capital Markets, LLC, courtier en valeurs mobilières dont les bureaux principaux sont situés au Minnesota et à New York (États-Unis) ; RBC Dominion valeurs mobilières Inc., courtier en valeurs mobilières ayant son siège social à Toronto (Canada) ; RBC Investment Services (Asia) Limited, filiale de RBC Dominion valeurs mobilières Inc. et courtier en valeurs mobilières ayant son siège social à Hong Kong, en Chine ; succursale de Singapour de Banque Royale du Canada, banque de gros enregistrée ayant son siège social à Singapour ; et RBC Europe Limited, banque enregistrée ayant son siège social à Londres, au Royaume-Uni.

Avertissements relatifs aux tiers

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

Déni de responsabilité

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

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

Aux résidents des États-Unis : Cette publication a été approuvée par RBC Capital Markets, LLC (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 Capital Markets, LLC, est une filiale indirecte en propriété exclusive de la Banque Royale du Canada et, à ce titre, un émetteur relié à celle-ci. Tout destinataire américain 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 Capital Markets, LLC. Les placements internationaux comportent des risques qui ne sont habituellement pas associés aux placements américains, notamment la fluctuation des taux de change, l'impôt étranger, l'instabilité politique et les différentes normes comptables.

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

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

Aux résidents de Hong Kong : Cette publication est diffusée à Hong Kong par la succursale de Hong Kong de Banque Royale du Canada, laquelle est réglementée par l'autorité monétaire de Hong Kong et la Securities and Futures Commission (« SFC ») et par RBC Investment Services (Asia) Limited, cette dernière étant réglementée par la SFC.

Aux résidents de Singapour : Cette publication est distribuée à Singapour par la succursale de Singapour de 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.

© RBC Capital Markets, LLC 2023 – Membre du NYSE, de la FINRA et de la SIPC
© RBC Dominion valeurs mobilières Inc. 2023 – Membre du Fonds canadien de protection des investisseurs
© RBC Europe Limited 2023
© Banque Royale du Canada 2023
Tous droits réservés
RBC1524

Gestion de patrimoine