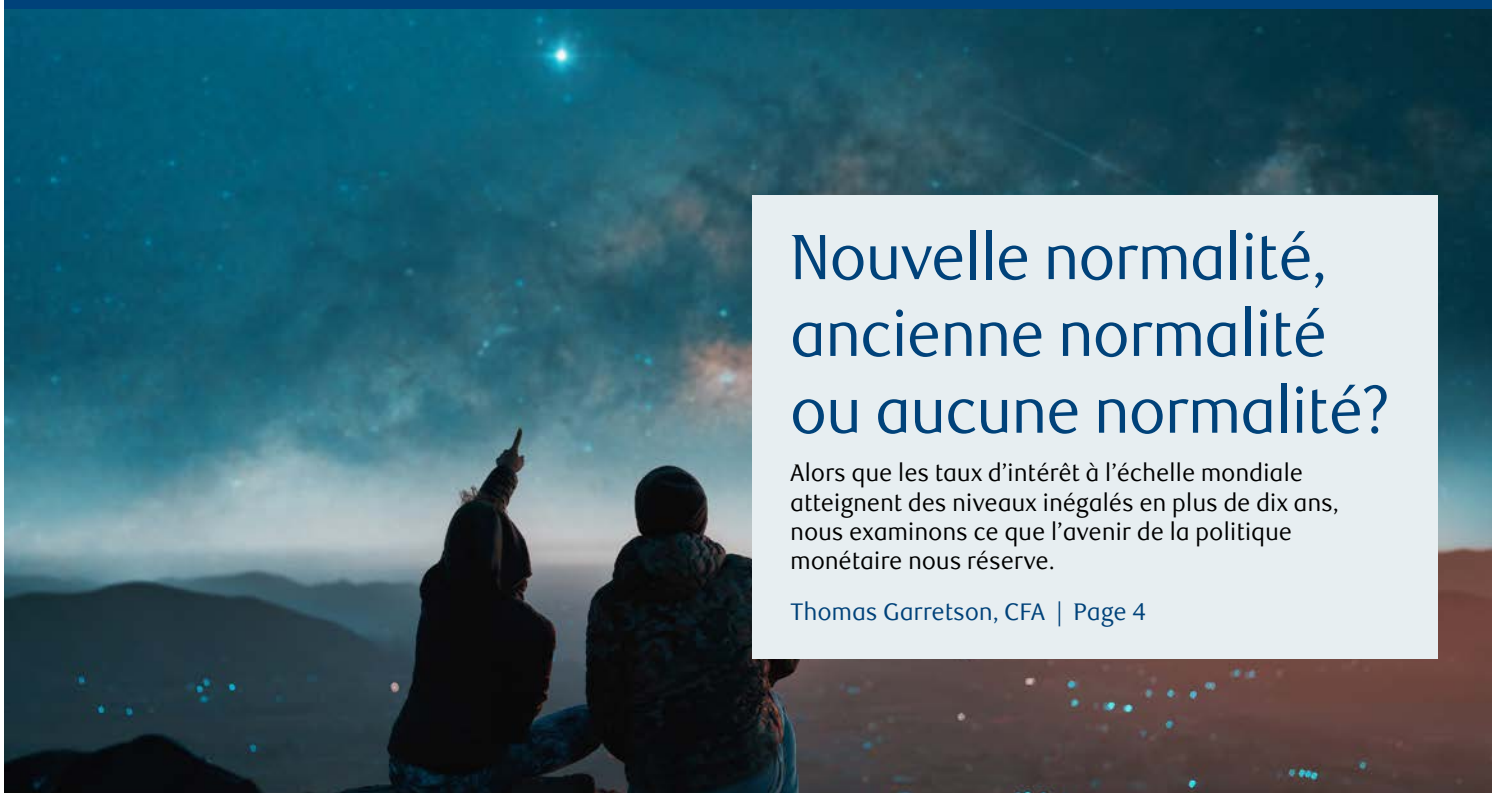
Perspectives
MONDIALES

Gestion de patrimoine

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

Octobre 2023



Nouvelle normalité, ancienne normalité ou aucune normalité?

Alors que les taux d'intérêt à l'échelle mondiale atteignent des niveaux inégalés en plus de dix ans, nous examinons ce que l'avenir de la politique monétaire nous réserve.

Thomas Garretson, CFA | Page 4

Autres sujets abordés dans le présent numéro

ACTIONS MONDIALES

La trajectoire se resserre

TITRES MONDIAUX À REVENU FIXE

C'est peut-être l'automne, mais les taux de rendement ne tomberont pas

MARCHANDISES

Pétrole brut : rebond

FEUILLE DE POINTAGE SUR LA RÉCESSION AUX ÉTATS-UNIS

Calme

Produit le 2 octobre 2023 à 16 h 55 (HE); diffusé le 3 octobre 2023 à 10 h 45 (HE).

Voir les déclarations importantes et obligatoires sur les analystes qui ne sont pas américains à la page 27.

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

Octobre 2023

Table des matières

4 Thématique mensuelle : Nouvelle normalité, ancienne normalité ou aucune normalité?

Comme les taux d'intérêt à l'échelle mondiale atteignent des niveaux inégalés en plus de dix ans, certains investisseurs commencent à se demander si l'ère des taux d'intérêt nuls et négatifs est terminée. Nous examinons ce que l'avenir de la politique monétaire nous réserve.

9 Actions mondiales : La trajectoire se resserre

Même si les marchés boursiers devraient surmonter la récente phase de consolidation et amorcer une reprise, nous croyons que les pressions grandissantes sur les consommateurs américains pourraient resserrer la trajectoire potentielle vers de nouveaux sommets. Notre évaluation du débat entre un atterrissage brutal et un atterrissage en douceur nous incite à rester favorables aux actions pour le moment.

14 Titres à revenu fixe mondiaux : C'est peut-être l'automne, mais les taux de rendement ne tomberont pas

Même si les cycles de hausses de taux semblent avoir pris fin, les taux obligataires poursuivent leur progression. Qu'est-ce que cela signifie pour les investisseurs en titres à revenu fixe?

19 Feuille de pointage sur la récession aux États-Unis : Calme

Les vents de changement pour la feuille de pointage sur la récession sont au point mort, mais les rafales pourraient s'accélérer à mesure que le quatrième trimestre avancera.

Sur les marchés

3 Points de vue de RBC sur les placements

9 Actions mondiales

11 Perspectives sur les actions régionales

14 Titres à revenu fixe mondiaux

16 Perspectives sur les titres à revenu fixe régionaux

19 Feuille de pointage sur la récession aux États-Unis

22 Marchandises

23 Devises

24 Prévisions clés

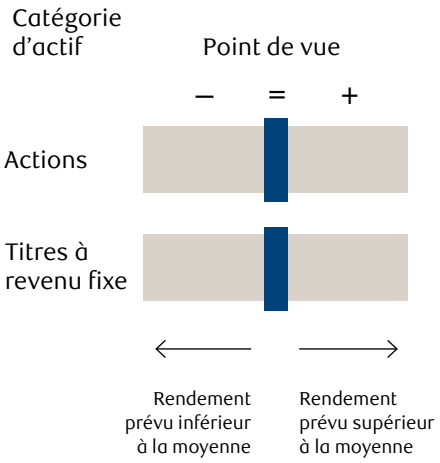
<OV> Feuille de pointage sur le marché

Sauf indication contraire, toutes les valeurs sont en dollars américains et sont établies au 30 septembre 2023 à la clôture des marchés.

Position de RBC

EN MATIÈRE DE PLACEMENTS

Points de vue sur les catégories d'actif mondiales



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

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

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

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

Source : RBC Gestion de patrimoine

Actions

- Pour l'heure, nous continuons de recommander une pondération des actions mondiales égale à celle du marché. Nous croyons que l'indice S&P 500 et peut-être d'autres marchés développés pourraient atteindre de nouveaux sommets au cours des prochains mois si la conviction à l'égard d'un atterrissage en douceur de l'économie américaine peut être soutenue par une justification plausible.
- Toutefois, nous constatons que sous la surface, le pouvoir d'achat et la confiance des consommateurs américains semblent subir des pressions, plombés par la diminution de l'épargne, les taux d'intérêt élevés, la réticence croissante des banques à octroyer des prêts et l'augmentation des coûts de l'énergie.
- Selon nous, l'année 2024 est susceptible d'être plus difficile pour l'économie et les marchés boursiers.

Titres à revenu fixe

- Les taux obligataires mondiaux ont encore atteint de nouveaux sommets en septembre, le taux moyen de l'indice Bloomberg Global Aggregate Bond ayant culminé à 4,3 %, son plus haut niveau depuis 2008. Cette situation survient à un moment où la plupart des banques centrales approchent de la fin de leur cycle respectif de relèvement des taux ou l'ont atteint, les décideurs tentant de trouver un équilibre entre les risques économiques d'en faire trop et les risques inflationnistes d'en faire trop peu. Nous croyons que la politique prescrite visera à maintenir les taux à un niveau stable, mais élevé, tout en convainquant les marchés que des réductions de taux ne sont pas à prévoir à court terme. Par conséquent, la possibilité d'investir à des niveaux intéressants pourrait durer encore un certain temps.
- Nous maintenons une pondération égale à celle du marché pour les titres à revenu fixe américains, dont les taux frôlent toujours des sommets de plusieurs années. Même si les risques économiques se sont atténués aux États-Unis, les risques de récession à l'échelle mondiale demeurent élevés. Par conséquent, nous continuons de sous-pondérer les obligations de sociétés dans l'ensemble et de privilégier légèrement les obligations d'État.

Article de fond

MENSUEL

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

Nouvelle normalité, ancienne normalité ou aucune normalité?

Comme les taux d'intérêt à l'échelle mondiale atteignent des niveaux inégalés en plus de dix ans, certains investisseurs commencent à se demander si l'ère des taux d'intérêt nuls et négatifs est terminée. Nous examinons ce que l'avenir de la politique monétaire nous réserve.

Points clés :

- **La théorie du taux d'intérêt « neutre », qui ne stimule ni ne limite l'activité économique, a longtemps guidé la politique des banques centrales.**
- **Les taux neutres sont en baisse depuis des décennies et, bien qu'il y ait des raisons de croire qu'ils ont augmenté à mesure que les économies mondiales évoluent et s'ajustent à l'après-pandémie, nous estimons encore que les facteurs à long terme de la baisse des taux d'intérêt finiront par l'emporter.**
- **Les taux d'intérêt devraient demeurer à des niveaux historiquement élevés pendant une longue période, mais si les banques centrales doivent revenir à des mesures de relance, des taux bas devraient demeurer le principal outil de leur trousse d'outils.**

L'idée d'une nouvelle normalité dans la foulée de la crise financière mondiale il y a 15 ans était un thème commun pour les participants aux marchés. La Grande modération du milieu des années 1980 à 2007 a été marquée par des expansions économiques longues et soutenues avec une inflation stable, qui auraient difficilement pu faire moins pour préparer les investisseurs à ce qui allait suivre.

La réduction de l'endettement des consommateurs américains à la suite de la bulle immobilière et la politique budgétaire anémique du gouvernement en réponse à la situation ont fait en sorte que la politique monétaire a dû faire le gros du travail, car la croissance économique médiocre a cédé la place à une inflation trop faible, plutôt que trop élevée, qui a été le principal problème des banques centrales. Le résultat net a été le premier taux directeur de 0 % de la Réserve fédérale américaine (Fed) et d'autres banques centrales à l'échelle mondiale, sans parler des taux directeurs négatifs auxquels d'autres autorités monétaires ont eu recours plus tard, en plus de nouveaux outils, comme les programmes d'achat d'actifs à grande échelle.

Il semble maintenant que ces problèmes se soient inversés. La réponse budgétaire des États-Unis à la pandémie a dépassé les attentes, la croissance économique a été constamment supérieure aux niveaux tendanciels à long terme et l'inflation est, bien entendu, nettement supérieure aux niveaux cibles. Par conséquent, la Fed a relevé les taux à des niveaux inégalés en plus de 20 ans, la plupart des grandes banques centrales mondiales affichant des résultats semblables.

Après une décennie pendant laquelle les investisseurs ont été aux prises avec des régimes de politique monétaire de taux d'intérêt nuls et même négatifs, à quoi pourrait ressembler la politique monétaire des banques centrales pour les 5, 10 et 15 prochaines années et, plus important encore, avons-nous laissé derrière nous l'ère des taux d'intérêt bas?

ARTICLE DE FOND MENSUEL

Nouvelle normalité, ancienne normalité ou aucune normalité?

Les étoiles sont les repères de l'univers

« Comme c'est souvent le cas, nous naviguons à la lumière des étoiles sous un ciel nuageux. » C'est ce qu'a déclaré le président de la Fed, Jerome Powell, dans un discours qu'il a prononcé en août, au sujet des étoiles qui guident la Fed et de l'incertitude dans laquelle elle évolue. Dans le jargon de la Fed, les décideurs politiques naviguent à la lumière des « étoiles », qui sont les taux d'intérêt naturels et le taux de chômage naturel.

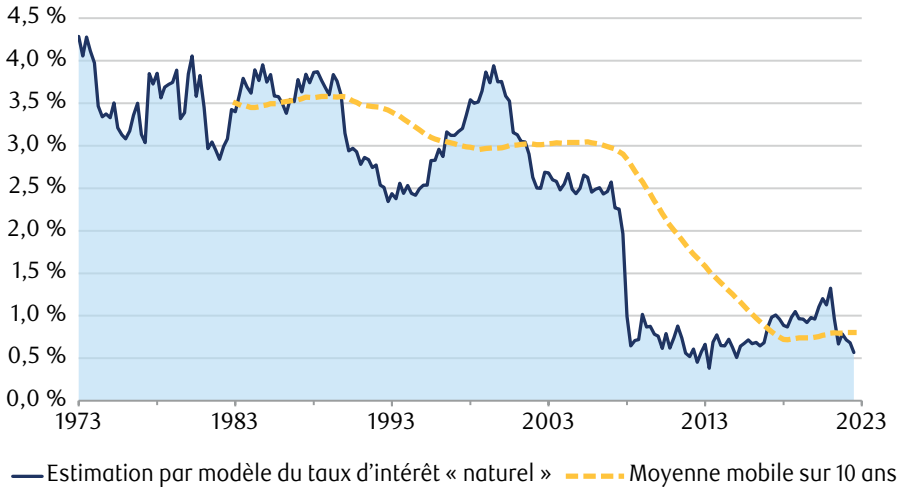
Même s'il s'agit d'un thème quelque peu poétique pour un président de la Fed, la navigation céleste est un thème dont il a discuté à plusieurs reprises au cours de son mandat et qui pourrait nous éclairer sur les perspectives de la politique monétaire à court terme, et peut-être au-delà.

Soyons clairs, ces taux d'intérêt et de chômage naturels théoriques – ou les niveaux qui devraient prévaloir en période de stabilité des prix et de plein emploi – sont tout simplement théoriques. Mais de nombreux modèles tentent d'estimer ces êtres célestes.

Le premier graphique montre l'un des modèles les plus courants créés en collaboration avec le président de la Réserve fédérale de New York, John Williams, pour estimer le taux d'intérêt naturel réel en vigueur, qui est rajusté en fonction de l'inflation. Ce niveau naturel se situe toujours à seulement 0,56 % en termes réels, ou à 2,56 % en ajoutant la cible d'inflation de 2 % de la Fed.

Pourquoi? Les taux d'intérêt sont en baisse constante depuis la Grande Inflation des années 1970 et 1980, tandis que d'autres études semblent indiquer que les taux d'intérêt sont en baisse constante depuis 700 ans. Les facteurs clés de ce taux d'intérêt dit naturel sont plutôt simples, selon nous. La croissance potentielle à l'échelle mondiale a naturellement ralenti au fil du temps, car les économies sont arrivées à maturité. Le facteur le plus important, la démographie, demeure résolument favorable à une baisse des taux naturels étant donné que la population mondiale vieillit, tout en continuant d'alimenter l'épargne excédentaire et la demande pour ce qui est

Une estimation du taux d'intérêt « naturel » donne à penser que nous sommes toujours à l'ère des faibles taux.



Remarque : Modèle fondé sur l'estimation d'Holston-Laubach-Williams du taux d'intérêt naturel réel (rajusté en fonction de l'inflation).

Sources : RBC Gestion de patrimoine, Bloomberg.

ARTICLE DE FOND MENSUEL

Nouvelle normalité, ancienne normalité ou aucune normalité?

perçu comme des actifs sûrs. L'aversion pour le risque, en particulier après les dommages économiques et psychologiques causés par la crise financière, est peut-être un autre facteur qui maintient les taux d'intérêt naturels à la baisse.

Mais qu'il s'agisse d'une tendance sur 40 ans ou 700 ans, ce sont des forces redoutables avec lesquelles il faut composer, ce qui porte à croire que l'épisode actuel de taux directeurs historiquement élevés aux États-Unis et dans le monde est peut-être plus une aberration qu'une rupture par rapport à l'ère postérieure à la crise financière. En fait, M. Williams a maintenu à plusieurs reprises cette année qu'il ne voit pas vraiment de raison de croire que le taux d'intérêt naturel a augmenté.

Cela dit, il y a peut-être des raisons de croire que les taux d'intérêt naturels pourraient amorcer une tendance haussière au cours des prochaines années.

L'étoile du Nord de la Fed

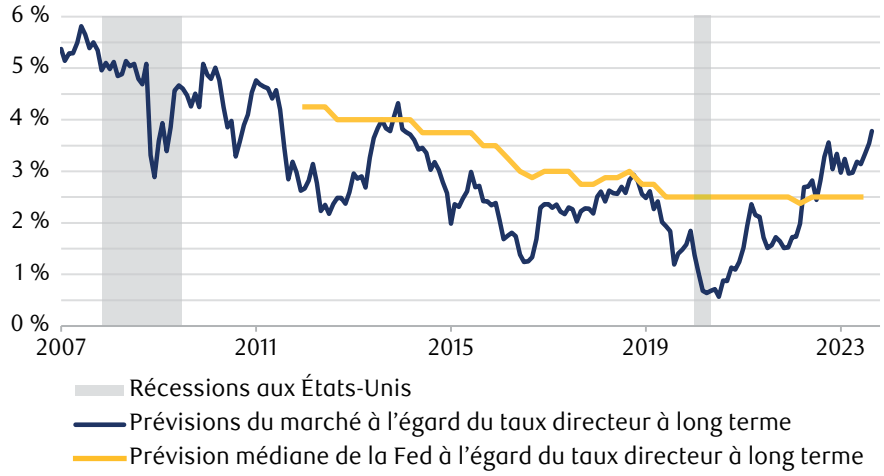
Il y a une étoile de plus à la lumière de laquelle la Fed navigue, mais celle-ci est facile à observer et est demeurée constante depuis un certain temps : le taux d'inflation naturel, qui est officiellement de 2 % depuis 2012.

Comme le montre le graphique ci-dessous, les décideurs de la Fed sont généralement d'accord pour dire que le taux d'intérêt naturel à long terme est d'environ 2,50 %, soit un taux réel de 0,50 % plus la cible d'inflation de 2 %. Toutefois, il a commencé à monter, certains dirigeants de la Fed estimant qu'il se situe autour de 3,3 % depuis la réunion des 19 et 20 septembre.

Il se peut aussi que le marché entretienne l'idée que le taux naturel pourrait augmenter s'il est mesuré par un indice qui tient compte de ce que le marché prévoit comme moyenne du taux de financement à un jour sur cinq ans, à partir de cinq ans d'ici. Sa tendance à la baisse a été constante depuis 2007, avant de remonter à près de 4 % récemment.

À notre avis, il y a peut-être deux raisons principales et peut-être une raison accessoire. La première découle vraisemblablement de la forte réponse des autorités de politique monétaire à la pandémie, qui a déclenché une reprise

Les marchés anticipent une hausse du taux d'intérêt naturel; les prévisions de la Fed suivront-elles?



Remarque : Prévisions du marché fondées sur le swap de taux à un jour indexé sur l'inflation à 5 ans dans 5 ans; projections de la Fed fondées sur la cible du Federal Open Market Committee.

Sources : RBC Gestion de patrimoine, Bloomberg.

ARTICLE DE FOND MENSUEL

Nouvelle normalité, ancienne normalité ou aucune normalité?

rapide et engendré un contexte où l'inflation est légèrement plus structurelle qu'elle ne l'a été depuis un certain temps.

La deuxième concerne l'étoile du Nord de la Fed, à savoir la cible d'inflation de 2 %. M. Powell a également souligné ces dernières années les difficultés que posent les bas taux d'intérêt naturels : essentiellement, en période de ralentissement économique ou de tensions, la Fed n'a qu'une petite marge de manœuvre entre 2,5 % et 0,0 % pour réduire les taux afin de relancer l'économie. Une fois atteinte la limite inférieure de 0,0 %, la Fed doit revenir à d'autres outils que le taux directeur.

Si les taux naturels réels sont susceptibles de demeurer historiquement bas et de s'approcher de 0,0 %, la seule façon de créer une plus grande marge de manœuvre pour gérer les taux directeurs est de relever la cible d'inflation. Cette question a souvent fait l'objet de discussions au cours des dernières années, et même si la Fed n'aborde jamais la question à un moment où l'inflation demeure beaucoup trop élevée, nous estimons qu'il est fort probable qu'elle commence à explorer publiquement cette idée dès 2025.

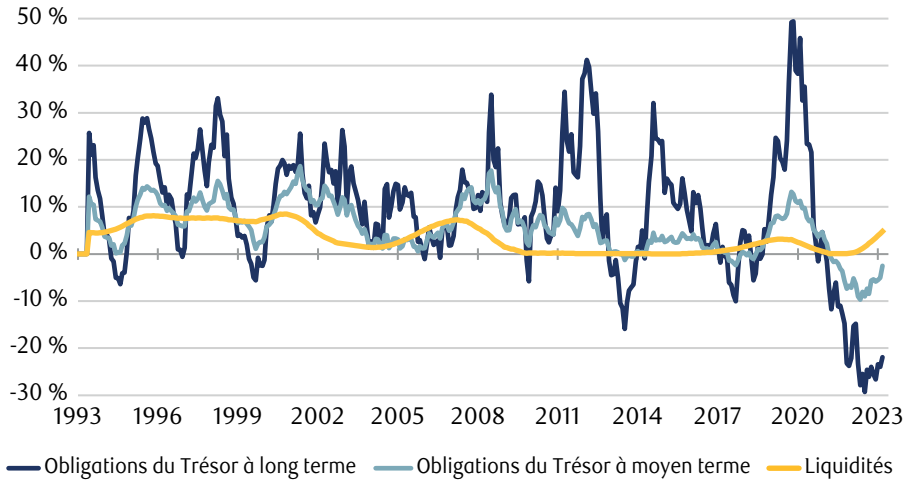
Enfin, il y a la question de l'intelligence artificielle (IA). Force est d'admettre qu'il s'agit d'une variable relativement inconnue en ce qui a trait aux taux naturels, mais elle pourrait être une dynamique sous-jacente à long terme qui incite les investisseurs à réévaluer les niveaux de taux d'intérêt futurs. Toutefois, la faible productivité nuit depuis longtemps aux taux de croissance économique potentiels. Si l'IA tient ses promesses les plus prometteuses, les marchés pourraient commencer à tenir compte de la probabilité qu'elle alimente un boom de productivité et, par conséquent, une croissance potentielle plus élevée, même s'il s'agit certainement d'une question à long terme.

Le verdict de normalité

Qu'est-ce que tout cela signifie pour les investisseurs? Notre scénario de base est que la tendance à long terme à la baisse des taux d'intérêt demeurera

Le rendement supérieur des liquidités pourrait être terminé

Rendements totaux sur une période mobile de 15 mois



Remarque : Les liquidités sont représentées par l'indice Bloomberg US Treasury Bills 1-3 Month, les obligations du Trésor à moyen terme, par l'indice Bloomberg US Intermediate Treasury (1-10 Year), et les obligations du Trésor à long terme, par l'indice Bloomberg US 10+ Year Treasury Bond.

Sources : RBC Gestion de patrimoine, Bloomberg.

ARTICLE DE FOND MENSUEL

Nouvelle normalité, ancienne normalité ou aucune normalité?

largement en place. Pour ce qui est d'une nouvelle normalité, ou d'un retour à l'ancienne normalité, nous sommes d'avis qu'il n'y a pas vraiment de normalité. La politique monétaire et les trousses d'outils des banques centrales continueront d'évoluer avec chaque cycle économique et chaque ère économique considérée.

Dans ce cadre, il est donc probable que le contexte actuel des taux présente un grand nombre d'occasions pour les investisseurs. Comme le montre le dernier graphique, les liquidités ont connu de beaux jours depuis que la Fed a commencé à relever les taux en mars 2022, en produisant des rendements totaux de près de 5 % si l'on tient compte des bons du Trésor à un ou trois mois, tandis que les obligations du Trésor à plus long terme sont toujours en baisse de plus de 20 %, ce qui représente l'un des écarts de rendement les plus importants jamais enregistrés. Toutefois, la tendance est peut-être déjà en train de changer, car les rendements des obligations à long terme remontent déjà, les taux directeurs des banques centrales semblant avoir atteint leur sommet, ou presque.

Or, un investisseur qui cherche à anticiper le marché risque plutôt de rater des occasions. Par conséquent, au cours des prochains mois et trimestres, nous utiliserions simplement une stratégie de réduction graduelle des liquidités et des obligations à court terme dans un contexte de taux élevés sur une période prolongée (mais peut-être pas éternelle).

Actions

MONDIALES

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

La trajectoire se resserre

- **Il existe toujours une possibilité (de moins en moins grande) que l'indice S&P 500 et d'autres indices de marchés développés atteignent de nouveaux sommets au cours des prochains mois. Tant que la confiance à l'égard d'un atterrissage en douceur de l'économie américaine est soutenue par des arguments plausibles, nous pensons que la voie vers une hausse restera ouverte, quoique de plus en plus étroite.**
- **Toutefois, sous la surface, le pouvoir d'achat et la confiance des consommateurs américains subissent des pressions, comprimés par la diminution de l'épargne, les taux d'intérêt élevés et en hausse, la réticence croissante des banques à octroyer des prêts et l'augmentation des coûts de l'énergie. L'année prochaine est susceptible d'être plus difficile pour l'économie et les marchés boursiers.**

Après une progression favorable sur 10 mois jusqu'en juillet, l'indice S&P 500, de même que les marchés européens et japonais, a amorcé une phase de correction ou de consolidation au cours de la période automnale, qui est souvent marquée par un affaiblissement. Ces marchés semblent de plus en plus survendus. Selon nous, une reprise est susceptible de se produire au cours des prochaines semaines, et la possibilité que l'indice S&P 500 atteigne un nouveau sommet ne peut être écartée.

Cependant, nous estimons que la probabilité d'atteindre un nouveau sommet diminue et est davantage tributaire des facteurs techniques du marché que des données fondamentales. En particulier, l'indicateur hausse-baisse pour l'indice S&P 500, qui mesure la participation au marché et l'étendue de celui-ci, a atteint un nouveau sommet record au cours de l'été. Souvent, mais pas toujours, on pourrait s'attendre à ce que l'indice S&P 500 lui emboîte le pas. Or, il faudrait que le scénario d'atterrissage en douceur de l'économie américaine (c.-à-d. aucune récession) soit plus sûr.

La conviction selon laquelle l'expansion économique post-pandémie n'est pas terminée aux États-Unis a été le facteur qui a fait progresser la plupart des marchés, malgré les replis périodiques. Depuis que la Fed a commencé à relever les taux d'intérêt et à démanteler les programmes d'assouplissement quantitatif, les analystes ont été divisés en deux groupes : l'un s'attend à un atterrissage en douceur, et l'autre, à un atterrissage brutal.

Points de vue sur les actions

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

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

Le débat se poursuit. Les partisans de l'atterrissage en douceur ont récemment été encouragés par certaines données économiques légèrement meilleures que prévu, y compris les conditions d'emploi qui, jusqu'ici, ne s'affaiblissaient pas.

Il existe aussi un autre groupe qui estime que l'économie américaine n'est pas sur le point de tomber en récession, étant donné qu'elle semble toujours en croissance. Ce groupe souligne la croissance annualisée respectable de 2,1 % du PIB réel au deuxième trimestre et, pour ceux qui ont besoin de persuasion, la prévision de 4,9 % pour le troisième trimestre selon le modèle GDPNow largement surveillé de la Réserve fédérale d'Atlanta. Ce modèle

ACTIONS MONDIALES

est utile, mais n'est pas reconnu pour sa précision parfaite : la marge d'erreur moyenne de ses prévisions est de plus ou moins 1,2 point de pourcentage.

Il convient également de noter que le processus de la Réserve fédérale d'Atlanta n'est pas encore terminé pour ce trimestre et qu'il ne le sera pas avant que les données de septembre aient toutes été publiées à la fin d'octobre. En fait, deux autres réserves fédérales régionales publient des « prévisions immédiates » (c.-à-d. en utilisant les données actuelles, y compris les mégadonnées, pour prédire les tendances économiques au fur et à mesure qu'elles se produisent) : la Réserve fédérale de St. Louis, qui prévoit un taux de croissance de 1,6 % au troisième trimestre, et la Réserve fédérale de New York, dont l'estimation est de 2,1 %. La moyenne des trois modèles est de 2,9 %.

Les taux de croissance du PIB réel au cours de chacun des trimestres qui ont précédé le début d'une récession depuis les années 1950 ont oscillé entre +9,3 % et -2,9 %. La moyenne s'est établie à +2,4 %, mais nous n'observons aucune tendance centrale probante. Il semble que le taux de croissance au cours d'un trimestre n'en dise pas beaucoup sur la probabilité d'une récession au cours du trimestre suivant.

Les données historiques sont plus parlantes; elles révèlent que le resserrement progressif des conditions de crédit en raison d'une longue succession de hausses de taux par la Fed, conjugué à un durcissement des normes de crédit par les banques sur plusieurs trimestres, n'a jamais permis d'éviter une récession. Au contraire, ces facteurs ont toujours précédé un atterrissage brutal, ou fait partie intégrante de ce scénario.

Ces conditions restrictives sont présentes et se développent depuis plus d'un an. Nous nous attendons à ce que leur effet se fasse sentir davantage sur l'économie et le marché boursier pendant une partie prolongée de l'année prochaine. Bien sûr, il peut toujours y avoir une exception à la règle, mais il ne nous semble pas prudent de prévoir de s'en tirer à bon compte alors que les probabilités historiques laissent entrevoir un résultat plus difficile.

Pour l'heure, nous recommandons de continuer à investir dans des actions afin de profiter de ce que nous considérons comme une possibilité de moins en moins grande d'atteindre un nouveau sommet au cours des prochains mois. Toutefois, nous sommes d'avis que les investisseurs devraient envisager de limiter leur sélection de titres individuels aux sociétés qu'ils seraient disposés à détenir pendant une récession, laquelle représente, selon nous, le scénario économique le plus probable au cours des prochains trimestres. Pour nous, cela signifie des entreprises de grande qualité dotées d'un bilan résilient, de dividendes durables et d'un modèle d'affaires qui n'est pas très sensible au cycle économique.

La raison la plus convaincante pour laquelle il est judicieux de mettre l'accent sur les entreprises résilientes et de grande qualité est peut-être que les difficultés qui semblent se dessiner finiront probablement par se dissiper l'an prochain. Les marchés boursiers anticipent généralement le début d'une nouvelle expansion économique plusieurs mois avant qu'elle ne commence. À notre avis, les portefeuilles qui maintiennent leur valeur à un niveau supérieur à la moyenne seront les mieux placés pour profiter des occasions qui se présenteront inévitablement à ce tournant positif.

Perspectives sur les actions régionales

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

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

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

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

■ Après avoir enregistré de solides gains lors de la première moitié de l'année, les principaux indices boursiers américains ont ralenti et se sont repliés. La hausse soutenue du taux des obligations du Trésor à 10 ans et le ton ferme de la Réserve fédérale américaine (Fed) ont atténué l'enthousiasme à l'égard des actions. Pendant des années, le marché boursier américain a été avantagé par rapport aux marchés des obligations américaines, car les taux de rendement de ces dernières étaient exceptionnellement bas. Plus d'argent a donc été investi dans les actions que si le contexte avait été différent. Le marché obligataire semble maintenant faire son retour, offrant des rendements nettement supérieurs à ceux de l'indice S&P 500. Nous pensons que cela fait en sorte qu'une plus grande proportion de liquidités supplémentaires est investie dans les obligations plutôt que dans les actions.

■ Alors que de nombreux investisseurs institutionnels se concentrent sur la résilience de l'économie, nos indicateurs avancés indiquent toujours qu'on ne peut ignorer la possibilité d'une récession au cours des 12 prochains mois. Si une récession se concrétise, nous croyons que les bénéfices de l'indice S&P 500 seront inférieurs aux prévisions consensuelles de 247 $ par action pour 2024.

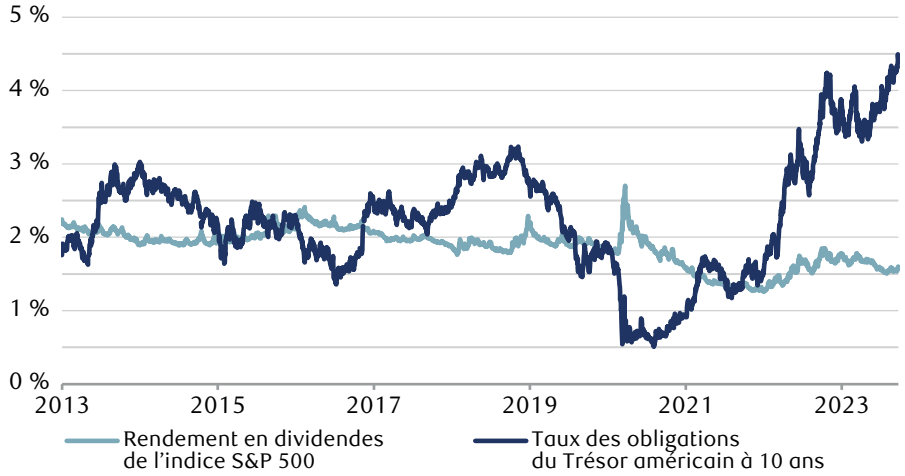
■ Nous recommandons de ne pas détenir plus que la pondération en actions américaines du marché et privilégions les sociétés de grande qualité, c'est-à-dire celles qui génèrent des flux de trésorerie fiables, dont les dividendes sont durables et croissants, dont le niveau d'endettement est plus faible et dont l'équipe de direction est solide. Selon nous, les valorisations semblent élevées pour les sept grands titres technologiques qui ont été les plus performants depuis le début de l'année et auxquels on peut attribuer la majeure partie des gains de 11,7 % de l'indice S&P 500. Nous préférons l'indice S&P 500 équipondéré à l'indice S&P 500 pondéré en fonction de la capitalisation boursière, qui est beaucoup plus exposé aux titres technologiques.

Canada

■ L'économie canadienne a enregistré des données moins élevées que prévu au deuxième trimestre, alors que le PIB s'est contracté par rapport au trimestre précédent, ce qui donne à penser que les taux d'intérêt élevés limitent l'activité. Les dépenses de consommation ont progressé à leur rythme le plus lent depuis le deuxième trimestre de 2021, tandis que les investissements dans le secteur résidentiel ont reculé pour un cinquième trimestre d'affilée. Nous sommes toujours conscients que les effets complets de la campagne de resserrement de la Banque du Canada ne se sont pas encore fait sentir dans l'économie, qui est particulièrement sensible aux taux d'intérêt en raison de l'endettement élevé des ménages et de la contribution économique démesurée du marché de l'habitation.

■ Plusieurs banques canadiennes ont récemment évoqué le risque de taux « plus élevés pendant plus longtemps » au moment de déterminer les provisions pour pertes sur créances futures. Les valorisations des banques continuent de

Le taux des obligations du Trésor américain à 10 ans a bondi, tandis que le rendement en dividendes de l'indice S&P 500 a diminué



Sources : RBC Gestion de patrimoine, Bloomberg; données jusqu'au 22 septembre 2023

MARCHÉS BOURSIERS RÉGIONAUX

refléter la conjoncture incertaine, ces institutions se négociant à un cours nettement inférieur à leurs moyennes à long terme et se rapprochant de leurs creux « non liés à une crise ». Bien qu'il soit difficile d'identifier un catalyseur qui pourrait faire en sorte que les valorisations s'améliorent à ce stade du cycle de crédit, nous croyons que les investisseurs axés sur le revenu qui ont une vision à long terme peuvent trouver des occasions.

■ Nous prévoyons que le rendement du secteur de l'énergie sera largement influencé par les prix des marchandises. Nous tenons à souligner que les investisseurs en énergie ont la capacité de récolter d'importants rendements en espèces au moyen de rachats d'actions et de dividendes dans un contexte économique favorable, tandis que les sociétés sont mieux outillées pour composer avec un contexte macroéconomique plus difficile grâce à des bilans plus solides et à ce que nous considérons comme des besoins raisonnables en matière de dépenses en immobilisations.

Europe continentale

■ Les actions européennes ont été nettement à la traîne de l'indice S&P 500 au cours des six derniers mois, en raison de la forte détérioration de l'élan de croissance économique relative de la région. Les principales raisons expliquant ce contexte sont le ralentissement de la demande mondiale pour les produits manufacturés européens, en particulier en Chine, et le cycle de relèvement des taux d'intérêt énergique de la Banque centrale européenne. De plus, comparativement à d'autres régions, l'indice MSCI Europe hors R.-U. est moins exposé aux titres de croissance et en particulier aux titres technologiques, qui ont inscrit des rendements supérieurs au cours des derniers mois en raison de l'intérêt accru pour l'intelligence artificielle.

■ Nous pensons que les actions européennes présentent une valorisation particulièrement intéressante à la suite de leur sous-performance, tant sur le plan historique que par rapport aux actions américaines. Même en tenant compte des différences au chapitre de l'exposition sectorielle, l'indice MSCI Europe hors R.-U. se négocie à un cours historiquement inférieur à celui de l'indice S&P 500.

■ Nous continuons de recommander une sous-pondération des actions européennes, car nous croyons que l'affaiblissement de l'élan macroéconomique et des bénéfices nuira encore à la capacité de la région à dégager des rendements supérieurs. La croissance économique stagne depuis le printemps, ce qui ne semble pas pleinement reflété dans les prévisions de bénéfices. Étant donné la faiblesse de la conjoncture économique, nous pensons que les prévisions consensuelles des bénéfices risquent d'être revues à la baisse.

■ Dans ce contexte, nous demeurons sélectifs. Pour l'investisseur patient, certaines occasions intéressantes pourraient émerger dans des secteurs qui ont fait l'objet de ventes massives, comme les titres du secteur des produits de luxe, qui a souffert de son exposition à la Chine.

Royaume-Uni

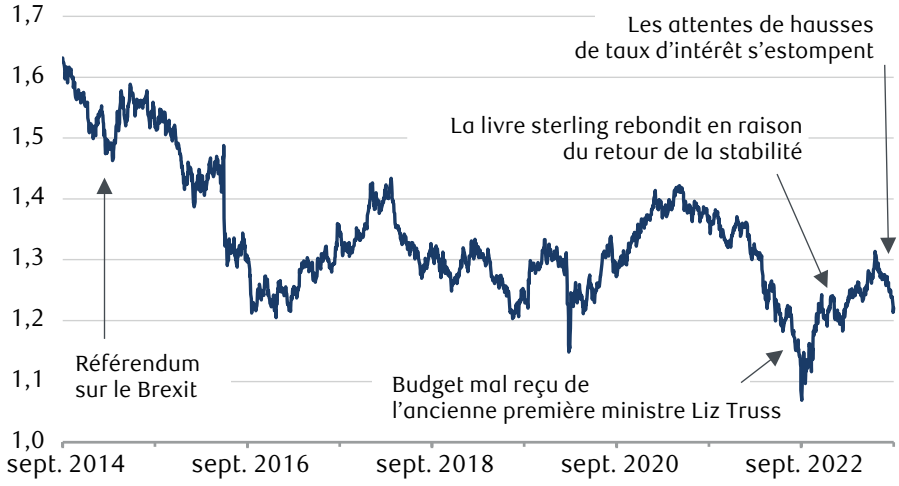
■ Le rendement des actions britanniques a déçu cette année. Étant donné l'exposition relativement importante de l'indice FTSE All-Share aux secteurs défensifs (p. ex., soins de santé et biens de consommation de base) et aux secteurs de valeur (p. ex., finance et énergie), il a tendance à souffrir lorsque les actions de croissance sont à la mode. De plus, l'appréciation de la livre sterling par rapport au dollar américain jusqu'au milieu de l'été s'est révélée un puissant obstacle, étant donné que les sociétés de l'indice tirent la majeure partie de leurs revenus de l'étranger. Les valorisations boursières au Royaume-Uni semblent peu contraignantes, alors que presque tous les secteurs se négocient à un escompte anormalement élevé par rapport aux données historiques.

■ Les perspectives pourraient s'améliorer. Les investisseurs espèrent que la récente décision de la Banque d'Angleterre de suspendre les hausses de taux pourrait être un catalyseur positif. La livre sterling s'est dépréciée en raison de cette pause, ce qui a atténué un important obstacle pour les actions. De plus, l'indice des actions de premier ordre du Royaume-Uni, l'indice FTSE 100, enregistre généralement un rendement supérieur lorsque les actions de valeur surpassent les actions de croissance, étant donné qu'il privilégie les secteurs traditionnels comme l'énergie, les mines

MARCHÉS BOURSIERS RÉGIONAUX

La livre sterling s'affaiblit de nouveau

Paire de devises : GBP/USD



Sources : RBC Gestion de patrimoine, Bloomberg.

et les banques. Cette dynamique a récemment été favorable, la hausse des prix du pétrole ayant contribué à soutenir le secteur de l'énergie.

■ Par conséquent, nous relevons la pondération des actions britanniques, la faisant passer d'une sous-pondération à une pondération égale à celle du marché. Nous sommes conscients des perspectives économiques difficiles du pays et demeurons prudents à l'égard des actions britanniques. Toutefois, nous restons à l'affût des occasions dans le secteur de l'énergie, ainsi que des occasions présentées par les sociétés de grande qualité et diversifiées à l'échelle mondiale dont les valorisations demeurent nettement inférieures à celles des sociétés comparables internationales qui sont cotées dans d'autres marchés boursiers.

Asie-Pacifique

■ Les données économiques de la Chine ont montré des signes d'amélioration en août. Selon nous, d'autres mesures de relance pourraient être mises en place au quatrième trimestre, ce qui contribuerait à raviver l'économie. Les investisseurs devraient surveiller les données macroéconomiques et les bénéfices des sociétés pendant encore quelques mois afin de déterminer si l'économie s'améliore. Par conséquent, nous croyons que le marché boursier chinois pourrait demeurer quelque peu volatil à court terme. Comme nous avons l'impression que les investisseurs penchent vers le pessimisme, nous pensons qu'il serait déraisonnable pour eux d'adopter une position encore plus pessimiste. Selon nous, les récentes avancées dans le secteur chinois des semi-conducteurs pourraient contribuer à apaiser certaines inquiétudes concernant les restrictions technologiques des États-Unis et pourraient ouvrir la voie à une stabilisation du marché boursier.

■ La récente réaction du marché boursier japonais à la perspective d'une renonciation anticipée aux taux d'intérêt négatifs du pays donne à penser que l'élan demeure vigoureux. Certains observateurs s'attendent à ce que la Banque du Japon assouplisse davantage sa politique de contrôle de la courbe des taux au début de 2024 et relève les taux d'intérêt négatifs au deuxième semestre de 2024. Nous continuons de privilégier les actions japonaises pour les raisons suivantes : l'ère déflationniste semble tirer à sa fin, les sociétés augmentent les rendements des actionnaires, la demande intérieure devrait rester forte, l'intérêt pour le marché en tant qu'investissement par procuration pour les actions chinoises est en pleine croissance, les touristes chinois reviennent au deuxième semestre de 2023 après la levée des interdictions de voyages de groupe, l'intérêt pour la valeur potentielle sur le marché est accru en raison des investissements annoncés récemment par Warren Buffett dans cinq sociétés japonaises, la politique monétaire du pays est relativement expansionniste, les rentrées de fonds étrangers augmentent et nous considérons que les valorisations sont peu contraignantes.

TITRES MONDIAUX
à revenu fixe

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

C'est peut-être l'automne, mais les taux de rendement ne tomberont pas

Même si les banques centrales à l'échelle mondiale ont visiblement atteint la fin du cycle de relèvement des taux, du moins pour le moment, les taux des obligations d'État ont continué d'augmenter fortement, car les négociateurs ont cessé d'affirmer que des réductions de taux d'intérêt étaient à l'horizon.

Au cours du troisième trimestre, le taux de référence des obligations du Trésor américain à 10 ans a augmenté de 70 points de base (pb) pour atteindre un nouveau sommet de 4,54 % inégalé en plus de 15 ans, même si la Fed n'a relevé son taux du financement à un jour qu'une seule fois au cours du trimestre (à sa réunion de juillet) de 25 pb pour le porter dans une fourchette de 5,25 % à 5,50 %.

Ce ne sont donc pas les hausses de taux d'intérêt qui font monter les taux de rendement, mais plutôt la diminution des perspectives de réductions de taux. À un moment donné l'été dernier, les marchés avaient prévu que la Fed abaisserait les taux d'intérêt à 3,75 % d'ici la fin de l'année prochaine. Cette prévision est passée à près de 4,75 % lorsque les autorités monétaires se sont engagées à maintenir des taux élevés pendant plus longtemps afin de ramener l'inflation à la cible de 2,0 %.

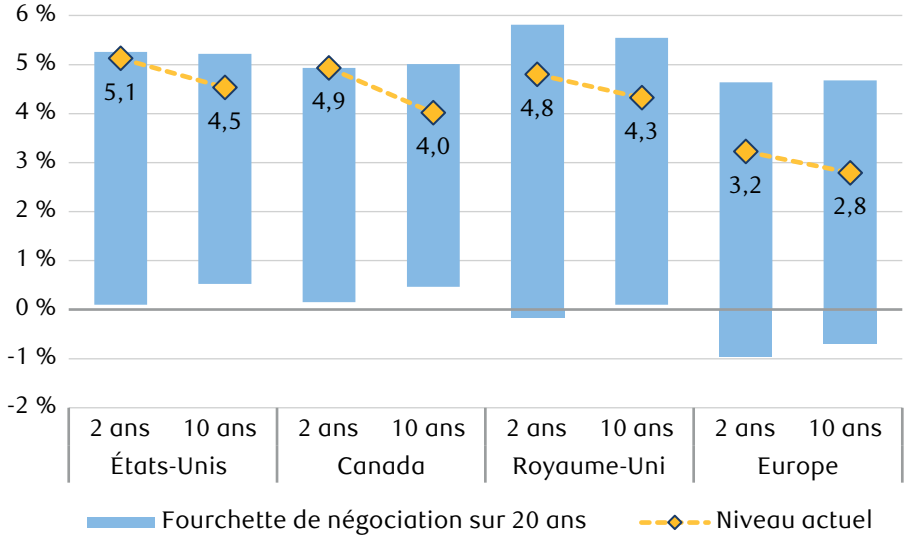
Points de vue sur les titres à revenu fixe

Région	Obligations d'État	Titres de créance de sociétés	Duration
Monde	+	–	De 5 à 7 ans
États-Unis	+	–	De 3 à 10 ans
Canada	=	+	De 3 à 7 ans
Europe continentale	=	–	De 5 à 10 ans
Royaume-Uni	=	–	De 5 à 10 ans

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

La situation est semblable à l'échelle mondiale. Même si les ralentissements économiques prévus semblent avoir été retardés, les risques ne se sont pas entièrement dissipés. Les banques centrales ont adopté l'idée que maintenir les taux à des niveaux élevés pendant une période prolongée était la stratégie à privilégier, au lieu de procéder à des hausses de taux jusqu'à ce que quelque chose se produise.

Les taux des obligations d'État se situent à des sommets inégalés en 20 ans ou près de ceux-ci dans de nombreuses régions



Sources : RBC Gestion de patrimoine, Bloomberg; l'Europe est représentée par les taux des obligations d'État allemandes; données au 25 septembre 2023

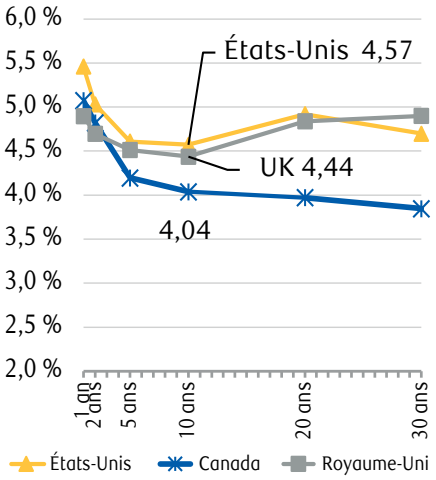
TITRES MONDIAUX À REVENU FIXE

La hausse des taux de rendement, qui fait baisser les prix des obligations, continue de peser sur le marché obligataire. Les rendements de l'indice Bloomberg US Aggregate Bond sont redevenus négatifs, maintenant en baisse de 1,0 % depuis le début de l'année, et l'indice Bloomberg Global Aggregate Ex-USD Bond a reculé de 3,0 %.

Toutefois, comme les taux des obligations d'État mondiales se situent à des niveaux historiquement intéressants dans la plupart des régions et que le relèvement des taux d'intérêt tire à sa fin, nous estimons que le profil risque-rendement pour les investisseurs en titres à revenu fixe a rarement été meilleur. Par exemple, même si le rendement des obligations du Trésor reste négatif cette année, il faudrait que le taux des obligations américaines à 10 ans augmente jusqu'à 5,2 % au cours de la prochaine année pour que la baisse des prix compense entièrement les coupons gagnés au cours de cette période. Par ailleurs, si le taux des obligations à 10 ans retombe sous la barre des 4,0 %, la combinaison des coupons et de l'appréciation des cours obligataires dans ce scénario se traduirait par des rendements de près de 10 % pour les investisseurs américains et une dynamique semblable à l'échelle mondiale.

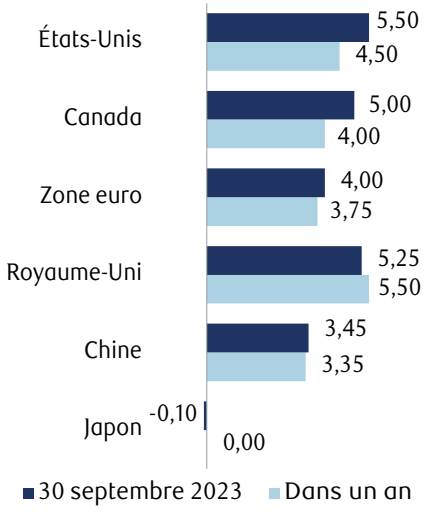
À ce stade-ci où les taux des banques centrales ont atteint leur sommet et où les craintes économiques pourraient s'accentuer au quatrième trimestre, nous sommes maintenant plus optimistes pour le rendement des obligations d'État que pour le rendement des obligations de sociétés.

Courbes des taux des obligations d'État



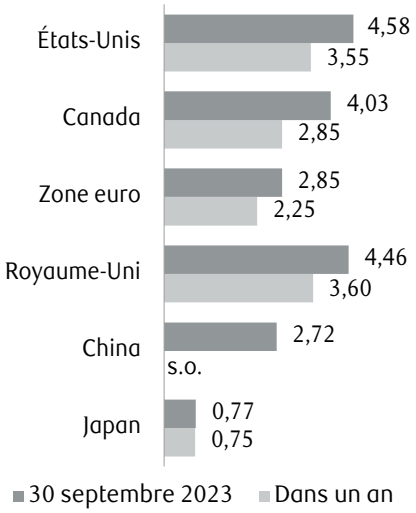
Source : Bloomberg; données jusqu'au 30 septembre 2023

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 des obligations à 10 ans (%)



Remarque : La zone euro correspond aux 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

Perspectives sur les titres à revenu fixe régionaux

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

Luis Castillo
Toronto, Canada
luis.castillo@rbc.com

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

Shawn Sim
Singapour
shawn.sim@rbc.com

Kennard Ling
Singapour
kennard.ling@rbc.com

États-Unis

■ La Réserve fédérale américaine (Fed) semble avoir atteint la fin de son cycle de hausses de taux, mais les décideurs sont essentiellement partagés quant à savoir si une autre hausse dans une fourchette de 5,50 % à 5,75 % sera décrétée d'ici la fin de l'année. La trajectoire de l'inflation dictera évidemment la décision de la Fed. Selon les cours actuels du marché, la croissance sur 12 mois de l'indice des prix à la consommation serait inférieure à 3 % en novembre, soit son plus bas niveau depuis mars 2021. En fin de compte, nous croyons que la Fed maintiendra les taux inchangés pour le reste de l'année.

■ Le taux de référence des obligations du Trésor à 10 ans a atteint 4,51 % au troisième trimestre, soit son plus haut niveau depuis 2007, où il a atteint un sommet de 5,32 %. Comme la Fed vise à maintenir le taux directeur au-dessus de 5,00 % tout au long de 2024, nous estimons que le taux des obligations à 10 ans pourrait également dépasser ce seuil. Ce n'est cependant pas notre scénario de base. Alors que les taux des obligations du Trésor continuent d'augmenter, les cours obligataires, qui évoluent dans la direction opposée aux taux, continuent de baisser. Par conséquent, il semble que les obligations du Trésor offriront à nouveau aux investisseurs des résultats négatifs pour l'année.

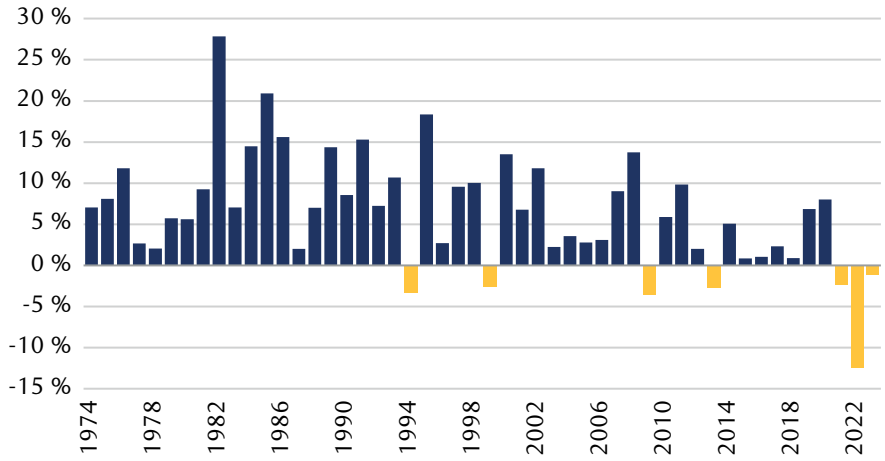
■ Comme les risques de récession se sont atténués en raison du contexte de résilience de l'économie américaine, les marchés du crédit ont revu à la baisse leurs perspectives de défaillance. Les écarts de taux, qui tiennent compte de l'offre de rendement pour les risques de défaillance sous-jacents par rapport aux obligations du Trésor comparables, ont diminué à seulement +1,2 % (le taux de rendement total de l'indice est de 6,0 %) pour les obligations de sociétés de catégorie investissement et à +3,8 % (le taux de rendement total de l'indice est de 8,7 %) pour les obligations de qualité spéculative. Ces niveaux sont historiquement bas par rapport aux probabilités encore élevées de récession en 2024. Bien que les taux obligataires globaux semblent attrayants d'un point de vue historique, nous demeurons prudents à l'égard de ces deux secteurs.

Canada

■ Les taux d'intérêt canadiens ont continué d'augmenter au troisième trimestre, les taux des obligations du gouvernement du Canada ayant augmenté de 30 à 60 points de base (pb) selon les échéances. Même si nous avons probablement atteint les dernières hausses de taux de la campagne la plus énergique de la Banque du Canada (BdC) depuis les années 1980, nous sommes d'avis que les baisses des taux n'arriveront pas de sitôt. En fait, la BdC s'est engagée à poursuivre la lutte contre l'inflation et fait preuve d'une patience limitée pour ce qui est des données sur l'inflation supérieures aux attentes, laissant la porte grande ouverte à d'autres hausses de taux au besoin.

Les obligations du Trésor américain sont en voie d'enregistrer des rendements négatifs pour une troisième année, une situation sans précédent, car la hausse des taux fait baisser les cours obligataires

Indice Bloomberg US Treasury Total Return



Sources : RBC Gestion de patrimoine, indice Bloomberg US Treasury Bond; rendement de -1,2 % depuis le début de l'année jusqu'au 29 septembre 2023.

TITRES À REVENU FIXE RÉGIONAUX

■ Après une forte décélération par rapport à son sommet du milieu de 2022, l'inflation globale au Canada a repris de la vitesse au troisième trimestre, s'établissant à 4,0 % sur 12 mois en août, en raison de la forte hausse des prix de l'énergie. Les pressions croissantes sur les prix se sont étendues au-delà de la catégorie de l'énergie, alors que les principales mesures de l'inflation de base, ou les mesures qui excluent les catégories historiquement volatiles des aliments et de l'énergie, continuent de progresser à un rythme presque deux fois plus élevé que le rythme d'avant la pandémie. Par ailleurs, la croissance des salaires continue de progresser à un rythme compatible avec un taux d'inflation supérieur à la cible.

■ Malgré le gain de popularité du scénario de taux « plus élevés pendant plus longtemps » parmi les participants au marché, qui a mené à un contexte de refinancement plus difficile pour les sociétés, les rendements exigés par les investisseurs en raison du risque de défaillance lié aux obligations de sociétés ont continué de diminuer. Nous nous attendons à une certaine réévaluation négative à court terme et, par conséquent, nous avons continué d'investir dans les obligations de sociétés de qualité supérieure, comme des obligations de catégorie investissement. Néanmoins, nous estimons que les taux obligataires sont généralement attrayants d'un point de vue historique, les taux de rendement de départ plus élevés procurant une certaine protection contre d'autres hausses de taux.

Europe continentale

■ Le cycle de relèvement de la Banque centrale européenne (BCE) tire probablement à sa fin. Nous nous attendons à ce que le taux de dépôt demeure à 4 %, alors que les marchés ne prévoient actuellement que des hausses cumulatives de 5 pb pour le reste de l'année.

■ Selon les prévisions de septembre du personnel de la BCE, « la croissance devrait stagner au troisième trimestre de 2023 et être limitée au quatrième trimestre ». Nous pensons que la BCE estime maintenant que les taux d'intérêt actuels sont conformes à son objectif d'inflation. La BCE a revu à la baisse ses prévisions d'inflation pour 2025 et a déclaré que « les taux d'intérêt ont atteint des niveaux qui, maintenus suffisamment longtemps, contribueront de façon importante au retour rapide de l'inflation à la cible ». Pourtant, les membres votants de la BCE se sont montrés évasifs quant à savoir si les taux d'intérêt ont atteint un « plateau ». À notre avis, il serait pratique pour la banque centrale de conserver l'option de hausse, car les données sur l'inflation peuvent toujours être supérieures aux prévisions.

■ Nous pensons que les obligations d'État offrent des occasions intéressantes, alors que les taux sont proches de leurs sommets. Les cours boursiers actuels semblent indiquer un « atterrissage en douceur » de l'économie, mais comme nous nous attendons à une croissance décevante, nous préférons étoffer les positions souveraines et augmenter la duration.

■ Les écarts de taux des obligations de sociétés se sont resserrés depuis le début de l'année, mais nous hésitons à nous fier à cette remontée, car la hausse des coûts de financement nuit aux données fondamentales des sociétés. Nous demeurons prudents et continuons de sous-pondérer les titres de créance européens, tout en privilégiant les titres de créance de catégorie investissement par rapport aux titres de créance à rendement élevé.

Royaume-Uni

■ Selon notre scénario de base, la Banque d'Angleterre maintiendra son taux directeur à 5,25 %, qui deviendra le taux final pour le cycle de hausse actuel. Les données futures sur l'inflation pourraient présenter un risque à cet égard. Selon les plus récentes prévisions de la Banque d'Angleterre, de nouvelles hausses pourraient être justifiées si les pressions inflationnistes persistent. RBC Marchés des capitaux prévoit que l'inflation s'établira à 4,9 % d'ici la fin de l'année. Des données plus élevées pourraient forcer la Banque d'Angleterre à agir. De plus, comme l'inflation est encore très loin de la cible de 2 %, nous ne prévoyons pas de réductions de taux avant l'an prochain.

■ La banque centrale a accéléré le rythme de la réduction de son bilan dans le cadre d'un processus connu sous le nom de resserrement quantitatif, qui a fait passer la réduction de 80 milliards de livres sterling à 100 milliards de livres sterling. Le total de 100 milliards de livres sterling est dominé par

TITRES À REVENU FIXE RÉGIONAUX

une augmentation des obligations d'État britanniques arrivant à échéance, tandis que le reste proviendra des ventes de ce type d'obligation au cours des 12 prochains mois. L'augmentation de l'offre d'obligations d'État britanniques à long terme a été bien documentée et les taux obligataires ont en réponse affiché une tendance à la hausse. Nous maintenons une pondération neutre pour les obligations d'État britanniques en raison de la récente remontée, et nous estimons que les sommets atteints en août constituent des points d'entrée intéressants pour augmenter la pondération.

■ Comme en Europe, les données fondamentales des sociétés se sont détériorées en raison du resserrement des conditions de financement. De plus, les écarts de taux se sont resserrés en l'absence de nouvelles ventes actives d'obligations de sociétés de la Banque d'Angleterre dans le cadre du processus de resserrement quantitatif. Même si les taux se situent près des sommets des cinq dernières années, la rémunération pour le risque lié aux écarts de taux actuels se situe à des moyennes historiques. Par conséquent, nous préférons continuer de sous-pondérer les titres de créance, car nous croyons que les écarts de taux des obligations de sociétés britanniques pourraient encore s'élargir, ce qui pourrait se traduire par un rendement inférieur.

Asie-Pacifique

■ Les fonds d'obligations des marchés émergents ont connu des sorties de fonds depuis le début de l'année. Toutefois, le rendement des titres de créance asiatiques demeure bien soutenu par un certain nombre de facteurs, y compris l'amélioration de la conjoncture macroéconomique en Asie par rapport à celle des marchés développés, la pénurie de nouvelles obligations, les taux élevés des obligations du Trésor américain qui mènent à des taux d'intérêt plus élevés, ainsi que la demande solide des investisseurs.

■ Le secteur immobilier chinois demeure sous pression, alors que les ventes de propriétés des principaux promoteurs chinois ont chuté de 40 % en août 2023. Même s'il est encourageant que les autorités chinoises aient mis en place une série de mesures pour relancer le secteur, dont la réduction des taux d'intérêt clés et l'assouplissement des exigences d'achat pour les acheteurs d'une première maison dans certaines villes, nous croyons que davantage de mesures de soutien au financement seront nécessaires pour aider les promoteurs en manque d'argent avant qu'un rebond des ventes puisse être jugé durable. Néanmoins, nous croyons que le risque de contagion pour les autres obligations asiatiques diminue, car l'univers des obligations immobilières chinoises s'est considérablement rétréci et la plupart des risques de baisse ont déjà été pris en compte.

■ Nous pensons qu'il vaut mieux prendre des positions de base dans des sociétés émettrices asiatiques de catégorie investissement dotées d'un profil financier sain afin d'atténuer la volatilité sur les marchés. Nous demeurons prudents à l'égard des émetteurs d'obligations de sociétés à rendement élevé, qui devraient encore faire face à des coûts de refinancement élevés à court terme.

Feuille de pointage

SUR LA RÉCESSION AUX ÉTATS-UNIS

Calme

Certaines données n'ayant pas encore été publiées, aucun changement notable au cours du dernier mois ne nous a amenés à modifier le positionnement de nos sept indicateurs de récession aux États-Unis sur la feuille de pointage.

Si l'on se fie à l'écart moyen entre le moment où un signal négatif est donné et le début d'une récession (pour les deux indicateurs qui sont actuellement négatifs), une récession pourrait avoir commencé dès l'été qui vient de se terminer. L'intervalle entre un tel signal et une récession a cependant déjà été beaucoup plus long pour ces deux indicateurs. **Rappelons que l'annonce officielle d'une récession peut survenir bien des mois ou trimestres après le début effectif de la récession.**

Trois indicateurs se situent dans la colonne jaune (mise en garde), tandis que les deux autres, toujours verts, continuent de laisser entendre que l'expansion économique n'est pas encore tout à fait terminée.

Courbe des taux (obligations du Trésor à 10 ans *vs* celles à 1 an)

Le taux des obligations du Trésor à 1 an a nettement dépassé celui des obligations à 10 ans en juillet 2022, et l'écart négatif s'est encore creusé pendant la majeure partie de la dernière année, atteignant un sommet en juin. **L'historique de cet indicateur à la suite d'une entrée en territoire négatif donnait à penser que l'économie américaine serait en récession d'ici l'été 2023.**

Or, même si le laps de temps moyen entre une « inversion » de la courbe des taux et le début d'une récession est de 11 mois, dans quatre cas, l'écart a été plus long que la moyenne.

L'inversion de la courbe des taux est un signe sans équivoque que les conditions de crédit se resserrent, ce qu'a mis en évidence pendant cinq trimestres consécutifs le sondage de la Fed auprès des responsables des prêts principaux (le plus récent datant du 31 juillet). La majorité des banques américaines continuent de durcir les critères d'octroi pour presque toutes les catégories de prêts aux entreprises et aux consommateurs, y compris les prêts commerciaux et industriels pour les entreprises de toutes tailles, les prêts sur carte de crédit, les prêts à la consommation remboursables par versements, les prêts hypothécaires et les prêts immobiliers commerciaux.

Ce sondage a également révélé que la plupart des banques subissent une baisse de la demande de prêts commerciaux et industriels et se disent moins disposées à consentir de tels prêts. En outre, la plupart d'entre elles exigent une cote de crédit plus élevée pour les prêts à la consommation et des mises de fonds plus importantes pour les prêts-auto, et ont augmenté la prime pour les prêts aux entreprises plus risquées. Par ailleurs, dans le dernier sondage, une grande majorité des répondants ont indiqué que le durcissement des conditions persisterait, ou même s'intensifierait au cours du second semestre.

Feuille de pointage sur la récession aux États-Unis

Indicateur	État		
	Expansion	Neutre	Récession
Courbe des taux (obligations du Trésor à 10 ans *vs* celles à 1 an)			✓
Demandes de prestations d'assurance-chômage		✓	
Taux de chômage	✓		
Indice économique avancé du Conference Board			✓
Flux de trésorerie disponibles des 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

En juin, l'écart de taux négatif entre les titres à 1 an et à 10 ans a atteint 158 points de base (pb), son niveau le plus élevé du présent cycle jusqu'à maintenant. Depuis, il s'est resserré de plus du tiers pour s'établir à seulement 98 pb, ce qui laisse fortement entrevoir la possibilité que la période de « désinversion » ait commencé. Le retour à la « normale » d'une courbe « inversée » s'amorce habituellement au début de la récession ou quelques mois avant. Il existe également une corrélation raisonnable entre la durée totale de l'inversion et la durée de la récession qui s'ensuit. Cette dernière inversion dure depuis 14 mois, et se poursuit.

Indice ISM des nouvelles commandes moins les stocks

L'écart entre les sous-indices des nouvelles commandes et des stocks de l'indice ISM des directeurs d'achats est devenu négatif lorsque pointaient la plupart des récessions aux États-Unis. Mais il a aussi enregistré de faux positifs à l'occasion, signalant qu'une récession était imminente alors qu'aucune ne s'est matérialisée par la suite. De plus, cet indicateur se rapporte uniquement à l'activité dans le secteur manufacturier (environ 15 % de l'économie américaine) et est tiré d'un sondage plutôt que de données objectives. Nous le considérons donc comme un indicateur corroborant plutôt que comme un indicateur déterminant en soi.

Après avoir atteint son plus récent creux en septembre 2022, cet indicateur a augmenté de façon constante et le résultat d'août 2023 (nous utilisons une moyenne mobile sur trois mois) est remonté au-dessus de zéro. Par conséquent, nous l'avons ramené du rouge au jaune le mois dernier. Soulignons toutefois que le sous-indice des nouvelles commandes demeure en territoire de contraction et s'est quelque peu affaibli le mois dernier. Si la composante des nouvelles commandes de l'indice ISM venait elle-même à entrer en territoire expansionniste au cours des prochains mois, nous relèverions cet indicateur à « expansion » (vert). Cela dit, il n'a jamais touché un creux aussi bas que celui atteint récemment sans qu'une récession finisse par se produire.

Indice économique avancé du Conference Board

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

Cet indicateur est devenu résolument négatif au troisième trimestre de 2022, passant ainsi au rouge dans notre feuille de pointage. En date d'août 2023, l'indice avait reculé pendant 17 mois consécutifs, glissant profondément en territoire négatif. Si l'on se fie aux données antérieures, il signale fortement l'arrivée d'une récession au deuxième semestre de 2023 aux États-Unis.

Demandes de prestations d'assurance-chômage

Le plus bas niveau en un mois pour le cycle en cours a été atteint en septembre 2022. Le creux cyclique des demandes est généralement enregistré 12 mois environ avant le début de la récession suivante. Par conséquent, **si l'indicateur n'atteint pas un niveau encore plus bas dans les mois à venir, une récession pourrait commencer dès cet automne, selon les données historiques.**

Les demandes ont bondi en juin, mais elles ont ralenti en septembre. La diminution des emplois temporaires et des postes à pourvoir sur 12 mois augmente la probabilité que le vent soit en train de tourner pour les demandes de prestations d'assurance-chômage. Pendant que nous attendons que cette évolution soit confirmée ou que le nombre de demandes se résorbe, cette ambiguïté justifiait le passage de l'indicateur au jaune en avril.

Taux de chômage

Le taux de chômage a bondi jusqu'à 3,8 % en août, son plus haut niveau depuis février 2022. La création nette d'emplois mensuelle tend constamment à la baisse depuis l'atteinte de son sommet cyclique, le même mois. Une hausse qui ferait passer le taux de chômage à plus de 4,0 % dans les prochains mois intensifierait la tendance lissée

FEUILLE DE POINTAGE SUR LA RÉCESSION AUX ÉTATS-UNIS

de cet indicateur et, à notre avis, signalerait l'approche d'une récession. Une fois le plus bas niveau mensuel atteint (3,4 % en avril, dans ce cas-ci), il s'écoule en moyenne de huit à neuf mois avant le début d'une récession. Cela dit, dans plusieurs cas, il n'a fallu attendre que deux ou trois mois.

Flux de trésorerie disponibles des 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 à l'autre, une baisse des dépenses en immobilisations des sociétés s'est généralement ensuivie, indiquant l'arrivée d'une nouvelle récession ou l'aggravation d'une récession en cours. L'indicateur a diminué au quatrième trimestre de 2022 et au premier trimestre de cette année, avant d'augmenter légèrement au deuxième trimestre; il demeure bien au-dessus du seuil de passage en territoire négatif. Il faudra beaucoup de temps avant de connaître l'évolution de la situation, car les données du troisième trimestre ne seront publiées qu'en décembre.

Taux des fonds fédéraux et croissance du PIB nominal

Pour chaque récession survenue depuis 70 ans, le taux des fonds fédéraux a dépassé le taux de croissance annualisé du PIB nominal sur six mois, soit avant la récession ou au début de celle-ci. (Le PIB nominal est le PIB non rajusté en fonction de l'inflation.) Le taux de croissance du PIB est en baisse depuis le sommet de 23 % enregistré au quatrième trimestre de 2020 lors du redémarrage de l'économie après le début de la pandémie. Bien qu'il soit tombé à 7,2 % à la fin de 2022, il restait encore nettement supérieur au taux des fonds fédéraux, qui avait grimpé à 4,50 %. Le taux des fonds fédéraux se situe maintenant à 5,50 %, et les données du deuxième trimestre montrent que le taux de croissance annualisé du PIB nominal sur six mois a ralenti à seulement 5,1 %, remplissant ainsi tout juste cette condition préalable des récessions passées. Nous prévoyons que la croissance du PIB nominal ralentira davantage au troisième trimestre, ce qui creusera encore plus l'écart.

Toujours en attente

À notre avis, compte tenu du positionnement actuel des sept indicateurs et de leur trajectoire probable, une récession aux États-Unis est de plus en plus susceptible de survenir au quatrième trimestre.

Marchandises

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

Prévisions relatives aux marchandises

Marchandise	2023P	2024P
Pétrole (WTI $/baril)	79,25 $	86,50 $
Gaz naturel ($/MMBTU)	2,51 $	3,50 $
Or ($/oz)	1 921 $	1 960 $
Cuivre ($/lb)	3,90 $	4,00 $
Soja ($/boisseau)	13,00 $	12,45 $
Blé ($/boisseau)	6,71 $	6,40 $

Sources : prévisions de RBC Marchés des capitaux (pétrole, gaz naturel, or et cuivre), prévisions consensuelles de Bloomberg (soja et blé); données au 20 septembre 2023

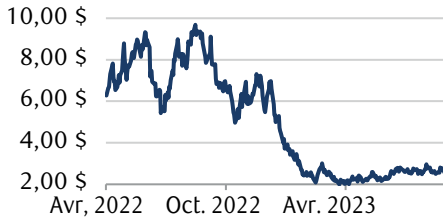
Sources du graphique : RBC Gestion de patrimoine, Bloomberg; données du 8 avril 2022 au 14 septembre 2023

Pétrole brut : rebond

Les stocks physiques se sont resserrés au cours de l'été en raison de la demande résiliente de produits raffinés. Cette situation, conjuguée aux réductions de production prévues par l'OPEP+ et à la hausse plus forte que prévu des importations chinoises, a fait bondir les prix mondiaux du pétrole, qui sont passés de leurs creux de l'année à de nouveaux sommets annuels. Le stratège des produits de base de RBC Marchés des capitaux estime que le marché restera en déficit d'offre jusqu'à la fin de l'année et prévoit une moyenne de 86,50 $ le baril en 2024.

Gaz naturel : en baisse

Les prix du gaz naturel demeurent très bas depuis le début de l'année, en raison de la croissance de la production, des niveaux de stockage supérieurs à la moyenne et de la baisse de la demande. Par conséquent, nous croyons que les stocks devront se normaliser avant que les prix ne remontent. D'ailleurs, les États-Unis ont exporté des volumes records au cours de la première moitié de l'année, ce qui devrait aider à rétablir l'équilibre.



Or : surplus

Même si le ralentissement de la croissance économique est généralement perçu comme un facteur favorable par les investisseurs aurifères, nous sommes d'avis qu'il est difficile de ne pas tenir compte de l'augmentation de l'offre mondiale et de la baisse de la demande. Selon RBC Marchés des capitaux, l'affaiblissement du marché des bijoux et la baisse des achats par les banques centrales depuis un an en sont les principales causes. En 2024, le catalyseur clé de la hausse des prix devrait prendre la forme d'un assouplissement de la politique monétaire.

Cuivre : ralentissement

Malgré les perspectives de ralentissement économique, les prix du cuivre ont été relativement stables depuis le début de l'année. Toutefois, RBC Marchés des capitaux estime que de nouvelles mines monteront en puissance en 2024, ce qui devrait accroître l'excédent de l'offre mondiale. Dans l'ensemble, l'affaiblissement de la demande et la croissance de l'offre devraient exercer des pressions à la hausse à court terme. À plus long terme, une réaccélération de l'économie chinoise sera probablement nécessaire avant que les prix du cuivre puissent remonter, selon nous.

Soja : pression

Le département américain de l'Agriculture (USDA) s'attend à ce que la production mondiale et les stocks finaux augmentent au cours de la saison 2023-2024. Par conséquent, nous observons une pression à la baisse sur les prix du soja. De plus, comme la Chine représente environ 60 % des importations mondiales, une réaccélération de la croissance économique sera le principal catalyseur de la hausse des prix du soja, selon nous.

Blé : resserrement

Même si les prix du blé se situent près de la limite inférieure de la fourchette de 18 mois, nous croyons que le resserrement des soldes mondiaux pourrait servir de catalyseur à la hausse des prix à moyen terme. En ce qui concerne la saison 2023-2024, l'USDA estime que la demande mondiale restera résiliente, mais s'attend à ce que l'offre diminue d'une année à l'autre. Par ailleurs, les stocks finaux devraient atteindre leur plus bas niveau depuis la saison 2015-2016.

Devises

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

Prévisions de change

Paire de devises	Taux actuel	Prévisions pour sept. 2024	Variation
Grandes monnaies			
Indice USD	104,90	107,41	2 %
CAD/USD	0,74	0,74	0 %
USD/CAD	1,35	1,35	0 %
EUR/USD	1,06	1,05	-1 %
GBP/USD	1,22	1,15	-6 %
USD/CHF	0,91	0,89	-2 %
USD/JPY	149,00	150,0	1 %
AUD/USD	0,64	0,61	-5 %
NZD/USD	0,60	0,57	-4 %
EUR/JPY	158,00	149,0	-6 %
EUR/GBP	0,87	0,90	3 %
EUR/CHF	0,97	0,95	-2 %
Monnaies émergentes			
USD/CNY	7,31	7,40	1 %
USD/INR	83,20	83,30	0 %
USD/SGD	1,37	1,36	-1 %

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

Sources : prévisions de RBC Marchés des capitaux, Bloomberg

Dollar américain : toujours fort au premier semestre de 2024

L'indice du dollar américain (DXY), qui est passé sous 100 en juillet, a amorcé une remontée de 6 % à la suite de la réunion en septembre de la Réserve fédérale américaine, qui a renforcé l'idée que les taux d'intérêt seraient plus élevés pendant plus longtemps, avec des révisions à la hausse des projections de taux d'intérêt médians pour 2024 et 2025. Nous nous attendons à ce que le dollar américain demeure fort au premier semestre de 2024, en raison de meilleures données économiques et de l'avantage des États-Unis sur le plan des taux de rendement par rapport à des pays comparables.

Euro : à la baisse en raison de données économiques décevantes

Malgré sa décision de relever les taux d'intérêt de 25 points de base, la Banque centrale européenne a adopté un ton clairement conciliant à sa réunion de septembre, où elle a annoncé une révision à la baisse de ses prévisions de croissance à la suite de la publication de statistiques économiques décevantes au troisième trimestre. Après avoir atteint un sommet de près de 1,1275 en juillet, le taux EUR/USD avoisine actuellement 1,05. Nous nous attendons à ce que cette tendance à la baisse se poursuive; RBC Marchés des Capitaux cible un taux de 1,02 au deuxième trimestre de 2024.

Dollar canadien : soutenu par la flambée des prix du pétrole

Le dollar canadien figurait parmi les monnaies les plus performantes du G-10 au troisième trimestre, grâce à la flambée des prix du pétrole brut. Le taux USD/CAD est revenu à près de 1,35, après avoir atteint presque 1,37 en juillet. RBC Marchés des Capitaux s'attend à ce que, après avoir maintenu les taux à 5 % en septembre, la Banque du Canada maintienne le statu quo tout au long de 2023 et prévoit que le taux USD/CAD se situera à 1,39 au premier semestre de 2024, avec une préférence pour la vigueur du dollar américain dans son ensemble.

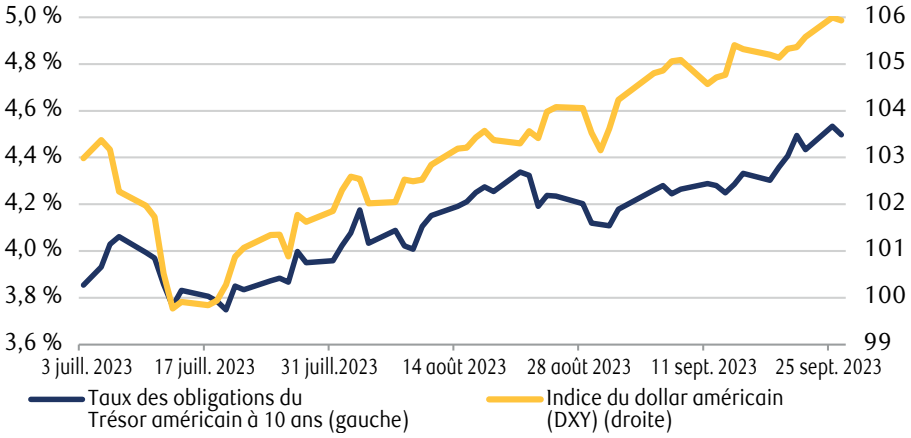
Livre sterling : la Banque d'Angleterre maintient le statu quo en septembre

La livre sterling a perdu plus de 7 % par rapport au dollar américain depuis juillet, et la détérioration rapide de l'indice des directeurs d'achats a été un facteur clé qui a incité la Banque d'Angleterre à laisser les taux d'intérêt inchangés à sa réunion de septembre, une décision qui a surpris les marchés. Selon nous, le prochain niveau de soutien pour le taux GBP/USD s'établit à 1,20, et nous prévoyons que le taux continuera de subir des pressions en raison de la faiblesse des données économiques fondamentales au Royaume-Uni.

Yen japonais : sommet du taux USD/JPY à 154

Malgré l'intervention de vive voix des dirigeants de la Banque du Japon en vue de soutenir le yen, le taux USD/JPY continue d'augmenter, en raison des écarts de taux d'intérêt entre les États-Unis et le Japon. Comme le taux USD/JPY se situe actuellement tout juste au-dessous de 150, RBC Marchés des Capitaux a révisé à la hausse sa prévision de sommet en la faisant passer à 154 pour le premier semestre de 2024, par rapport à 150 pour le quatrième trimestre de 2023 antérieurement.

L'indice du dollar américain s'est redressé de plus de 6 % après une forte baisse en juillet, soutenu par le taux des obligations du Trésor à 10 ans qui a atteint des niveaux inégalés depuis 2007.

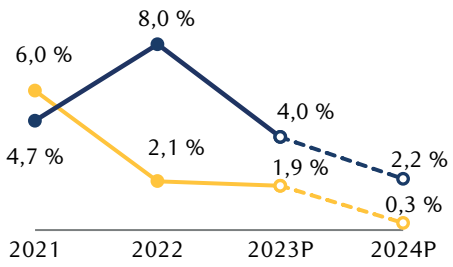


Sources : RBC Gestion de patrimoine, Bloomberg; données jusqu'au 26 septembre 2023

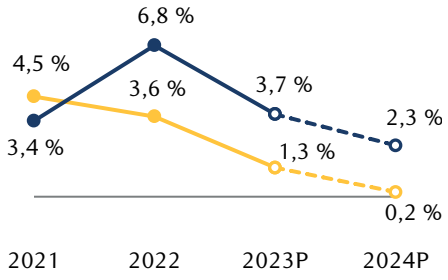
Prévisions

PRINCIPALES

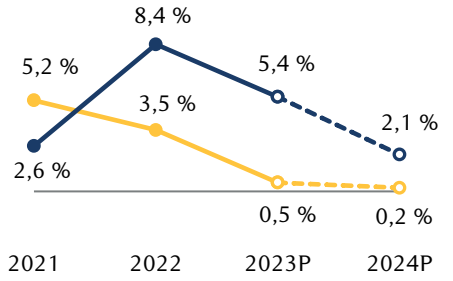
États-Unis



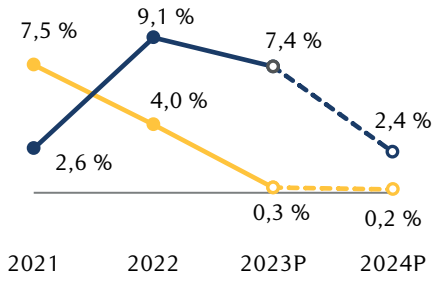
Canada



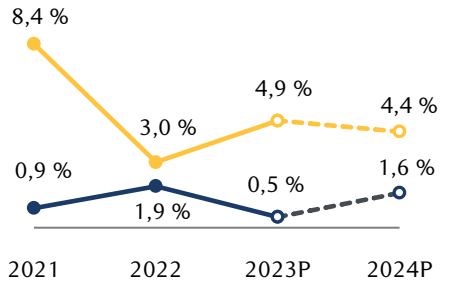
Zone euro



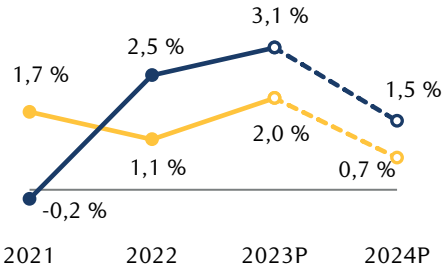
Royaume-Uni



Chine



Japon



Croissance du PIB réel

Taux d'inflation

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

Feuille de pointage

DU MARCHÉ

Données au 30 septembre 2023

Actions

La majorité des marchés boursiers mondiaux ont fait l'objet de ventes massives en septembre, les actions des indices NASDAQ et Russell 2000 ayant subi la plus grande partie des pressions de vente.

Taux obligataires

Les taux des obligations d'État ont augmenté en septembre, à l'exception du taux des obligations du Royaume-Uni à 2 ans, qui a clôturé le mois en baisse d'environ 25 points de base.

Marchandises

Les prix des marchandises à l'échelle mondiale ont été contrastés, affichant des gains et des pertes en septembre. L'or et l'argent ont fait l'objet de ventes massives, clôturant le mois en baisse de 4,7 % et de 9,3 %, respectivement.

Devises

Le dollar américain a gagné du terrain par rapport à la plupart des grandes monnaies, terminant le mois de septembre en hausse de 2,5 %.

Sauf pour l'Ibovespa brésilien, le rendement des actions ne tient pas compte des dividendes. Les rendements des actions et les taux des obligations sont en monnaies locales. L'indice du dollar américain évalue le dollar américain par rapport à six grandes devises. Les taux de change reflètent les conventions des marchés (CAD/USD fait exception). Les rendements des monnaies sont exprimés dans la première des deux monnaies combinées.

Exemples d'interprétation des données sur les monnaies : CAD/USD 0,73 indique que 1 dollar canadien vaut 0,73 dollar américain. CAD/USD 1,9 % indique que le dollar canadien s'est raffermi de 1,9 % par rapport au dollar américain au cours des 12 derniers mois. USD/JPY 149,37 indique que 1 dollar américain vaut 149,37 yens. USD/JPY 3,2 % indique que le dollar américain s'est raffermi de 3,2 % par rapport au yen au cours des 12 derniers mois.

Sources : RBC Gestion de patrimoine, RBC Marchés des capitaux, Bloomberg; données jusqu'au 30 septembre 2023

Indice (en monnaie locale)	Niveau	1 mois	Cumul annuel	12 mois
S&P 500	4 288,05	-4,9 %	11,7 %	19,6 %
Dow Jones des valeurs industrielles (DJIA)	33 507,50	-3,5 %	1,1 %	16,6 %
NASDAQ	13 219,32	-5,8 %	26,3 %	25,0 %
Russell 2000	1 785,10	-6,0 %	1,4 %	7,2 %
Indice composé S&P/TSX	19 541,27	-3,7 %	0,8 %	5,9 %
FTSE (toutes les actions)	4 127,24	1,7 %	1,3 %	9,7 %
STOXX Europe 600	450,22	-1,7 %	6,0 %	16,1 %
EURO STOXX 50	4 174,66	-2,8 %	10,0 %	25,8 %
Hang Seng	17 809,66	-3,1 %	-10,0 %	3,4 %
Indice composite de la Bourse de Shanghai	3 110,48	-0,3 %	0,7 %	2,8 %
Nikkei 225	31 857,62	-2,3 %	22,1 %	22,8 %
Sensex indien	65 828,41	1,5 %	8,2 %	14,6 %
Straits Times de Singapour	3 217,41	-0,5 %	-1,0 %	2,8 %
Ibovespa brésilien	116 565,17	0,7 %	6,2 %	5,9 %
Bolsa IPC mexicain	50 874,98	-4,0 %	5,0 %	14,0 %
Taux obligataires	**29/09/2023**	**31/08/2023**	**30/09/2022**	**Var. 12 mois**
Trésor américain 2 ans	5,044 %	4,863 %	4,279 %	0,76 %
Trésor américain 10 ans	4,571 %	4,108 %	3,829 %	0,74 %
Canada 2 ans	4,873 %	4,645 %	3,791 %	1,08 %
Canada 10 ans	4,026 %	3,564 %	3,173 %	0,85 %
R.-U. 2 ans	4,904 %	5,149 %	4,232 %	0,67 %
R.-U. 10 ans	4,437 %	4,360 %	4,093 %	0,34 %
Allemagne 2 ans	3,203 %	2,978 %	1,759 %	1,44 %
Allemagne 10 ans	2,839 %	2,466 %	2,108 %	0,73 %
Marchandises (USD)	**Prix**	**1 mois**	**Cumul annuel**	**12 mois**
Or ($ au comptant/once)	1 848,63	-4,7 %	1,3 %	11,3 %
Argent ($ au comptant/once)	22,18	-9,3 %	-7,4 %	16,6 %
Cuivre ($/tonne métrique)	8 212,50	-2,3 %	-1,8 %	6,9 %
Pétrole (WTI au comptant/baril)	90,79	8,6 %	13,1 %	14,2 %
Pétrole (Brent au comptant/baril)	95,31	9,7 %	10,9 %	8,4 %
Gaz naturel ($/MMBTU)	2,93	5,8 %	-34,5 %	-56,7 %
Indice de l'agriculture	385,87	-3,6 %	-18,0 %	-19,4 %
Devises	**Taux**	**1 mois**	**Cumul annuel**	**12 mois**
Indice du dollar américain	106,1740	2,5 %	2,6 %	-5,3 %
CAD/USD	0,7365	-0,5 %	-0,2 %	1,9 %
USD/CAD	1,3577	0,5 %	0,2 %	-1,8 %
EUR/USD	1,0573	-2,5 %	-1,2 %	7,9 %
GBP/USD	1,2199	-3,7 %	1,0 %	9,2 %
AUD/USD	0,6435	-0,8 %	-5,5 %	0,5 %
USD/JPY	149,3700	2,6 %	13,9 %	3,2 %
EUR/JPY	157,9500	0,1 %	12,5 %	11,3 %
EUR/GBP	0,8666	1,3 %	-2,1 %	-1,2 %
EUR/CHF	0,9676	1,0 %	-2,2 %	0,0 %
USD/SGD	1,3662	1,1 %	2,0 %	-4,8 %
USD/CNY	7,2980	0,5 %	5,8 %	2,6 %
USD/MXN	17,4227	2,3 %	-10,7 %	-13,5 %
USD/BRL	5,0341	1,6 %	-4,7 %	-7,0 %

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 – Actions américaines, RBC Gestion de patrimoine, RBC Capital Markets, LLC

Frédérique Carrier – coprésidente, première directrice générale, chef, 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 – chef, Services-conseils en gestion de portefeuille – États-Unis, RBC Gestion de patrimoine, RBC Capital Markets, LLC

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

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 gestion de portefeuille, Services-conseils en gestion de portefeuille – Actions américaines, RBC Gestion de patrimoine, RBC Capital Markets, LLC

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

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

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

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

Autres collaborateurs de Perspectives mondiales

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

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

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

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

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

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

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

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

Déclarations exigées

Certification des analystes

Tous les avis exprimés dans le présent 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 à l'adresse https://www.rbccm.com/GLDisclosure/PublicWeb/DisclosureLookup.aspx?EntityID=2, où se trouvent les renseignements concernant RBC Gestion de patrimoine et ses sociétés affiliées. Ces renseignements peuvent également être obtenus sur demande à RBC Wealth Management Publishing, 250 Nicollet Mall, Suite 1800, Minneapolis, MN 55401-1931.

Distribution des notations de RBC Marchés des Capitaux

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

Distribution des notations – Recherche sur actions, RBC Marchés des Capitaux
Au 30 septembre 2023

			Services de banque d'investissement fournis au cours des 12 derniers mois	
Notation	Nombre	Pourcentage	Nombre	Pourcentage
Achat [Rendement supérieur]	820	55,97	250	30,49
Conservation [Rendement secteur]	590	40,27	148	25,08
Vente [Rendement inférieur]	55	3,75	5	9,09

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

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

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

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

Autres déclarations

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

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

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

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

Avertissements relatifs aux tiers

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

Déni de responsabilité

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

en placement adapté individuellement. Le présent document a été préparé pour diffusion générale aux clients, y compris les clients qui sont des sociétés affiliées de la Banque Royale du Canada, et ne tient pas compte de la situation ou des besoins particuliers de la personne qui le lit. Les placements ou les services contenus dans le présent rapport peuvent ne pas être appropriés pour vous et nous vous recommandons de consulter un conseiller en placement indépendant si vous n'êtes pas certain si de tels placements ou de tels services conviennent à votre situation particulière. Jusqu'aux limites permises par la loi, ni la Banque Royale du Canada, ni ses sociétés affiliées, ni toute autre personne n'acceptent en aucun cas la responsabilité de toute perte directe, indirecte ou conséquentielle découlant de toute utilisation du présent rapport ou des données qui y sont contenues ou liée à toute utilisation du présent rapport ou des données qui y sont contenues. Le présent rapport ne peut être reproduit ou copié de quelque manière que ce soit sans le consentement écrit préalable de la Banque Royale du Canada, obtenu avant chaque reproduction ou copie. Aux États-Unis, RBC Gestion de patrimoine exerce ses activités en tant que division de RBC Capital Markets, LLC. Au Canada, RBC Gestion de patrimoine comprend notamment RBC Dominion valeurs mobilières Inc., une société étrangère affiliée de RBC Capital Markets, LLC. Le présent rapport a été préparé par RBC Capital Markets, LLC. Renseignements additionnels disponibles sur demande.

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

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

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

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

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

© RBC Capital Markets, LLC, 2023 – Membre de la 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