

## PERSPECTIVES MONDIALES SUR LES MARCHÉS DE CHANGE



**Dagmara Fijalkowski,**  
MBA, CFA

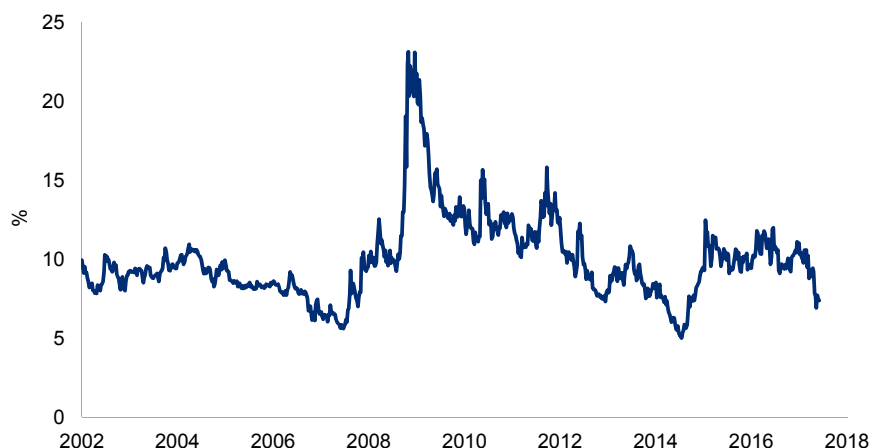
*Chef, Titres mondiaux à revenu fixe et devises (Toronto et Londres)*

Nous continuons de prévoir une appréciation du dollar américain face aux devises des principaux pays développés. Même si ces perspectives n'ont pas changé depuis des années, elles sont à présent un peu plus nuancées. Nous y apportons un bémol, car le cycle du dollar américain arrive à maturité et les facteurs négatifs pour la monnaie pourraient avoir une plus grande influence. Néanmoins, ce cycle pourrait être plus long que la moyenne pour plusieurs raisons fondées, sans rapport avec les scénarios les plus optimistes concernant les politiques de M. Trump favorables au dollar. Ainsi, les écarts de croissance, le déficit du compte courant raisonnable, en particulier compte tenu de la phase de la reprise, les divergences entre les politiques monétaires et la surévaluation qui reste modérée sont autant d'éléments qui justifient des prévisions haussières pour le dollar américain.

Depuis des années, nous sommes fermement convaincus que le dollar américain se raffermira. C'est toujours le cas, mais notre opinion est un peu plus nuancée. Nous avons encore tendance à prévoir un rendement supérieur du billet vert, mais sa vigueur de mois en mois accentue la maturation du cycle monétaire et accroît la probabilité qu'il plafonne au cours d'un horizon prévisionnel de 12 mois. Il est même possible que le point culminant soit déjà derrière nous, bien que cette éventualité nous semble peu probable. Pour l'instant, nos principaux scénarios reposent encore sur l'hypothèse selon laquelle ce cycle n'est pas terminé.

Notre hypothèse de base est que le dollar américain touchera un sommet à un moment donné après notre horizon de 12 mois. Nos prévisions d'un recul de la devise sont intentionnellement moins audacieuses pour l'instant, car il est assez difficile de prévoir le moment auquel le dollar américain fera marche arrière. Nous croyons que ce processus de plafonnement prendra du temps, contrairement aux sommets atteints en 1985 et 2001. Le plafonnement avait alors été provoqué par des efforts musclés des décideurs mondiaux pour contrer la montée rapide et non maîtrisée du dollar américain, qui menaçait la stabilité économique. Pour l'heure, aucune fluctuation déstabilisatrice de la devise n'a encore été observée. En fait, la volatilité des taux de change est à son plus bas niveau depuis plusieurs années (figure 1).

Figure 1 : Indice de volatilité des devises Bloomberg



Source : Bloomberg

Notre évaluation des perspectives de la devise commence par une analyse des cycles à long terme du dollar pondéré en fonction des échanges. Ces cycles sont d'une importance capitale, car ils aident à définir le contexte de placement et dictent souvent l'orientation des devises. Un examen de ces cycles (figure 2) montre que le redressement actuel du dollar américain est désormais équivalent au cycle haussier habituel, tant par sa durée (de 6 à 7) que son ampleur (de 40 % à 60 %). Le cycle du dollar américain reflète souvent les tendances de la croissance économique et des taux d'intérêt : lorsque ces deux facteurs se trouvent à des niveaux élevés par rapport aux partenaires commerciaux, le billet vert en profite. Le présent cycle ne fait pas exception : la performance économique supérieure des États-Unis a grandement stimulé la demande de dollars américains et les trois hausses des taux d'intérêt de la Réserve fédérale américaine depuis un an et demi ont soutenu la devise en engendrant des rendements en revenu plus attrayants qu'ailleurs. Plusieurs autres facteurs restent favorables au dollar américain, dont les suivants :

- un ralentissement de la croissance des réserves de change mondiales, qui réduit le besoin de diversifier les avoirs en achetant d'autres devises comme le yen, l'euro et la livre ;
- le déficit plutôt faible du compte courant en regard de ce qu'il était lors des sommets précédents du dollar américain ;
- le rapatriement prévu des bénéfices des sociétés détenus à l'étranger en raison de changements à la politique fiscale américaine ;
- le statut de valeur refuge du billet vert.

Nous constatons aussi que le dollar américain n'est pas excessivement surévalué, même après six années de

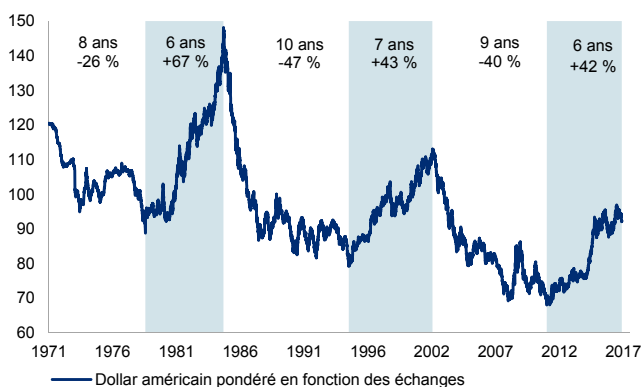
progression. Habituellement, les devises s'éloignent d'au moins 20 % de la juste valeur avant de susciter des changements importants et généralisés au processus de décision économique, comme le déplacement d'usines ou l'achat de produits de substitution importés. Après pondération en fonction des échanges commerciaux, de même qu'en regard de la plupart des devises, le dollar américain n'a pas encore atteint un tel niveau de surévaluation.

Notre examen de tous les éléments qui influent sur les marchés des changes révèle encore une prédominance d'éléments favorables au dollar américain. Cependant, nous reconnaissons que plusieurs des facteurs positifs ont été pris en compte dans une certaine mesure et que les facteurs négatifs commencent à s'accumuler.

## Devises des marchés émergents

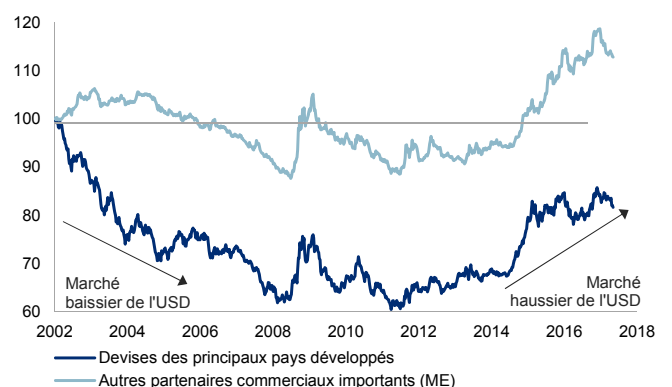
Il importe d'établir une distinction entre la vigueur du dollar américain par rapport aux devises des pays développés et sa vigueur face aux devises des pays émergents. Même si les devises des pays développés se déprécient, celles des pays émergents sont susceptibles de rester résistantes. La figure 3 montre le dollar américain indexé en fonction de chacun de ces deux sous-ensembles au cours du dernier cycle monétaire complet. Pendant le marché baissier qu'a connu le dollar américain de 2002 à 2011, ses pertes par rapport aux devises des pays développés ont été beaucoup plus importantes. Il serait donc normal qu'il enregistre en regard de celles-ci des gains plus élevés quand la faiblesse se dissipe. Pourtant, au cours des dernières années, le dollar américain s'est aussi sensiblement raffermi par rapport aux devises des pays émergents pour les raisons suivantes : préoccupations entourant la croissance en

**Figure 2 : Indice du dollar américain pondéré en fonction des échanges**



Sources : Réserve fédérale, Bloomberg

**Figure 3 : Faiblesse du dollar américain pondéré en fonction des échanges – Indexé sur 100 le 31 janv. 2002 (début du dernier marché baissier du dollar américain)**



Sources : Réserve fédérale, Bloomberg

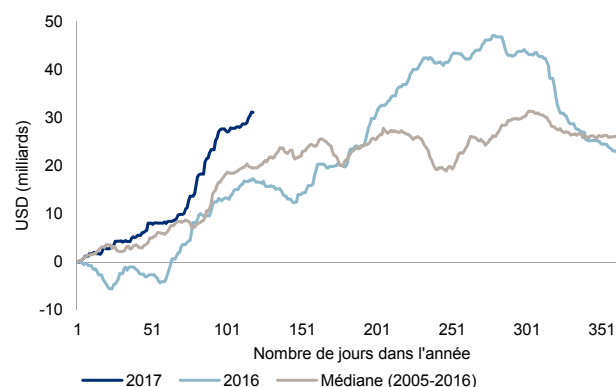
Chine, hausse des taux par la Réserve fédérale, inquiétudes d'ordre géopolitique, scandales liés à la corruption et gouvernements incompetents dans des pays comme le Brésil. Toutefois, les devises des pays émergents ont commencé à prendre leur envol, les craintes des investisseurs ayant été apaisées par l'approche graduelle de la Réserve fédérale et les améliorations en Chine, la deuxième économie en importance au monde. Bien que les initiatives publiques visant à endiguer la corruption soient la preuve de son existence, de telles mesures peuvent en fait être un signe positif puisqu'elles sont le fruit d'efforts pour promouvoir une responsabilisation accrue.

Grâce à une croissance économique et des taux obligataires plus élevés que dans les pays développés, et des devises encore abordables, les flux de capitaux vers les marchés émergents ont atteint un niveau impressionnant de 30 G\$ US lors des quatre premiers mois de 2017. Ce montant est près du double de celui enregistré à la même période l'an dernier (figure 4). Ces apports témoignent d'une certaine immunité des actifs et des devises des pays émergents face aux manchettes négatives. Même des événements hautement incertains comme l'élection en France, le référendum sur l'accroissement des pouvoirs présidentiels en Turquie et la fréquence croissante des essais de missiles en Corée du Nord n'ont guère modéré l'appétit pour le risque.

## Euro

Notre pessimisme à l'égard de l'euro a été parmi nos convictions les plus persistantes. Nous pensons encore que la devise unique pourrait se rapprocher de la parité avec le dollar américain au cours de la période considérée, mais nous avons revu à 1,02 notre prévision sur 12 mois. Ce changement tient compte des perspectives un peu meilleures de l'euro, de l'avancement du cycle du dollar américain et de l'amélioration des aspects fondamentaux en Europe. Par exemple, le risque politique a beaucoup diminué à la suite de la victoire de M. Macron, un candidat europhile, lors de l'élection présidentielle en France et du rejet d'options politiques radicales à l'élection de mars aux Pays-Bas. L'amélioration fondamentale s'explique aussi en grande partie par un raffermissement des données économiques dans la zone euro, où nos prévisions de croissance sont légèrement supérieures à la moyenne. Cette vigueur ne se limite pas aux principaux pays européens. Les indices du climat économique progressent aussi dans les pays en périphérie, tandis que les activités de prêt croissent et que l'emploi continue de dépasser les estimations de la Commission européenne. Les perspectives pour certains

**Figure 4 : Flux de portefeuille des marchés émergents Cumulatifs, CA**



Source : IFI

pays demeurent inquiétantes : en Italie, le principal parti populiste est en pratique à égalité dans les sondages avec le parti centriste au pouvoir, mais on ne peut faire fi de l'embellie de la dynamique de croissance dans l'ensemble de la zone euro.

Le facteur le plus déterminant pour l'euro est la divergence persistante entre les politiques monétaires de la Banque centrale européenne (BCE) et de la Réserve fédérale. L'écart entre les taux d'intérêt fixés par les deux banques centrales continuera de se creuser en faveur du billet vert, même si la BCE réduit la taille de son programme mensuel d'assouplissement quantitatif. Nous nous attendons à ce que le président de la BCE, Mario Draghi, s'abstienne de modifier les taux au moins pendant les 12 prochains mois. Contrairement à la Réserve fédérale, la BCE n'a qu'un seul mandat : la stabilité des prix. Par conséquent, malgré une reprise économique graduelle et durable, la BCE est peu susceptible de changer sa politique tant que l'inflation sous-jacente dans la région reste faible. L'inflation globale a crû au début de l'année, mais ce mouvement résultait d'un coup de pouce temporaire donné par les prix de l'énergie et le recul antérieur de la devise. Les mesures de base des variations de prix, qui excluent ces effets, restent bien en deçà de la cible de 2 % de la BCE (figure 5). Nous nous rappelons deux cas distincts, en 2008 et 2011, où la BCE a précipitamment relevé les taux d'intérêt en réaction à une envolée des prix du pétrole et une hausse temporaire de l'inflation globale. Dans les deux cas, le durcissement a été suivi d'une volte-face embarrassante, la banque centrale ayant été contrainte d'abaisser les taux face à un recul de la croissance économique. Le contexte actuel étant semblable, nous croyons que la BCE évitera de commettre

la même erreur. De fait, M. Draghi a déjà réprouvé avec fermeté l'idée que les taux puissent être relevés avant la fin de l'assouplissement quantitatif. Cette prise de position vient étayer notre opinion selon laquelle les divergences de politique monétaire pourraient encore affaiblir l'euro.

## Livre sterling

Lorsque les Britanniques se sont rendus aux urnes la semaine dernière, l'attention des investisseurs était uniquement centrée sur la politique au Royaume-Uni. Le déclenchement inattendu d'une élection par Theresa May a suscité de grands espoirs que le pays puisse éviter une sortie désordonnée de l'UE. Mis à part ces considérations, soulignons que les récentes données confirment que le malaise économique semble s'être déjà installé. Par conséquent, nous avons rapidement privilégié les positions vendeur sur la livre, et notre prévision d'une valeur de 1,15 laisse présager une dépréciation plus importante de la livre que des devises des autres pays développés.

Notre principale préoccupation est la faiblesse des dépenses de consommation dans une économie axée à 60 % sur ce secteur. La chute de la livre l'an dernier a fait augmenter les prix des biens importés, dont plusieurs n'ont pas d'équivalents produits au pays. De plus, la croissance de l'emploi est anémique et les salaires n'ont pas progressé aussi rapidement que l'inflation (figure 6). Ces tendances ont pour effet de réduire le revenu disponible pouvant être consacré à des biens et services produits à l'échelle nationale. Les ménages sont maintenant obligés soit d'épargner moins ou d'emprunter davantage pour maintenir leur niveau de consommation. En fait, ces deux conséquences se font déjà sentir (figures 7 et 8) et toutes deux représentent une tendance intenable qui revient à hypothéquer la consommation future.

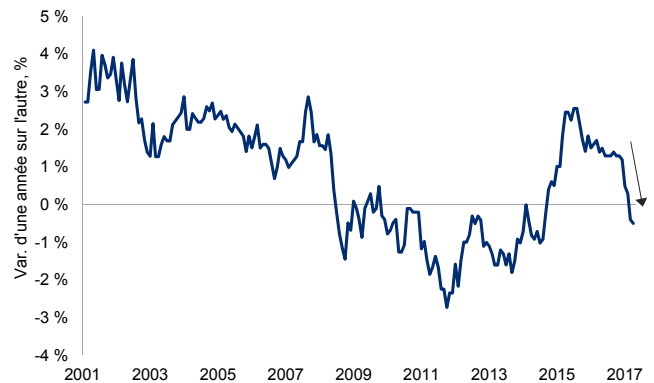
Un autre problème persistant qui, selon nous, se répercute sur la livre est l'important déficit du compte courant du Royaume-Uni. Cette sortie de capitaux, qui continue de s'aggraver, est désormais la plus élevée parmi les pays que nous suivons. À ce jour, le grand appétit des étrangers pour les actifs britanniques a plus que comblé les besoins de financement. Selon une analyse de Deutsche Bank, une grande partie de ces fonds proviennent d'investisseurs européens qui, découragés par les taux négatifs et l'assouplissement quantitatif dans la zone euro, ont plutôt placé leur argent dans les obligations d'État britanniques, qui rapportent davantage. Cette situation pourrait devenir un problème important pour la livre quand la BCE réduira le rythme de l'assouplissement quantitatif. Quoi qu'il en

**Figure 5 : Les mesures de l'inflation de la BCE sont inférieures à la cible**



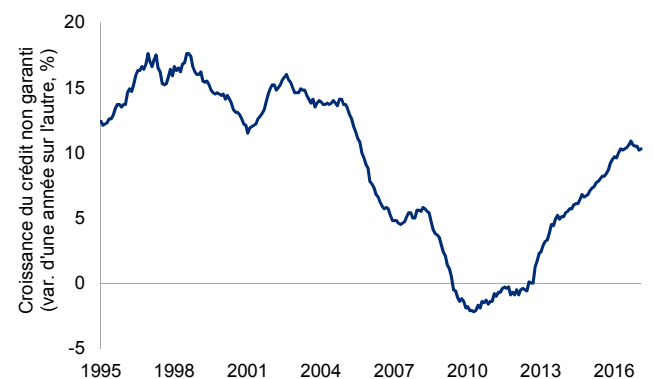
Source : Haver Analytics

**Figure 6 : Croissance des salaires réels au Royaume-Uni**



Source : Haver Analytics

**Figure 7 : Les consommateurs britanniques empruntent déjà pour soutenir la consommation**



Sources : BdA, Macrobond

soit, un recul de la devise pourrait être précisément l'outil nécessaire pour stimuler les achats d'actifs britanniques par les étrangers.

## Yen

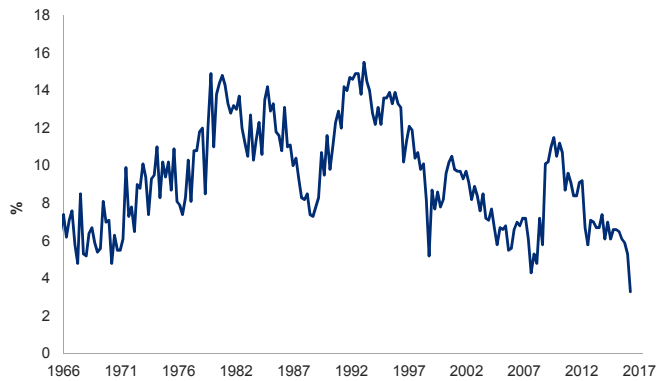
Vu la vigueur généralisée du dollar US, nous sommes moins préoccupés par la faiblesse du yen, en partie parce que la devise est relativement bon marché. D'après notre mesure de la parité des pouvoirs d'achat (figure 9) et la plupart des autres mesures d'évaluation que nous suivons, le yen est parmi les devises de pays développés les plus sous-évaluées.

De surcroît, nous ne prévoyons pas que les autres déterminants habituels du yen exerceront des pressions à la baisse notables sur la devise. Les différentiels de taux

d'intérêt constituent historiquement les principaux facteurs des fluctuations du yen, mais contrairement à l'euro et aux autres grandes devises, le yen a été davantage touché récemment par les différences entre les taux obligataires à long terme plutôt qu'à court terme. Et comme la Banque du Japon s'est engagée à garder le taux des obligations à 10 ans entre 0 % et 0,1 %, la devise est presque entièrement tributaire des changements aux taux des obligations d'État américaines (figure 10). Nos spécialistes des titres à revenu fixe ne prévoient qu'une légère hausse du taux des effets du Trésor à 10 ans, ce qui concorde avec notre prévision d'un repli limité du yen.

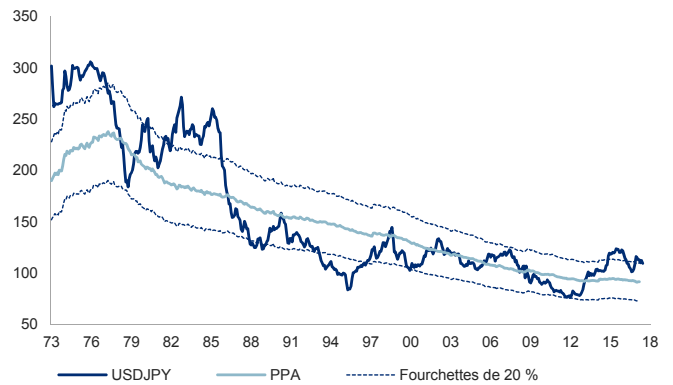
La devise nipponne se situe maintenant vers le milieu de sa fourchette sur trois ans, soit entre 100 et 120 yens par dollar US (figure 11). Compte tenu de la volatilité peu élevée des

Figure 8 : Taux d'épargne des ménages au Royaume-Uni



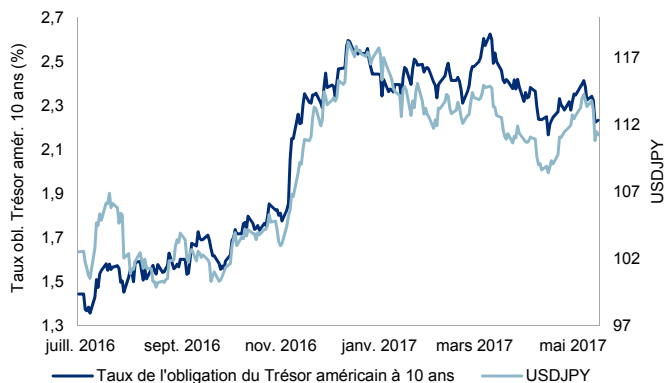
Sources : U.K. Office for National Statistics, Macrobond

Figure 9 : USDJPY : valeur selon la parité des pouvoirs d'achat



Sources : Deutsche Bank, RBC GMA

Figure 10 : Les fluctuations du yen sont à présent liées aux taux obligataires américains



Sources : Bloomberg, RBC GMA

Figure 11 : Le yen se négocie dans une fourchette de 100 à 120



Source : Bloomberg

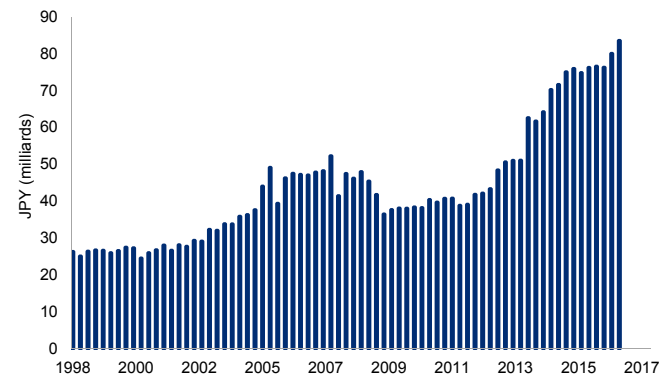
taux de change et de la stabilité des taux obligataires à long terme assurée par la politique monétaire de la Banque du Japon, nous croyons qu'il est raisonnable de s'attendre à un maintien de cette fourchette de négociation. Les activités de placement des investisseurs japonais accréditent également cette thèse. Selon des rapports de Nomura et de Mizuho, les neuf grands assureurs-vie au Japon ont rehaussé leur pondération d'obligations étrangères et prévoient d'autres achats en 2017. Le montant et le rythme de ces investissements à l'étranger sont par ailleurs très appréciables (figure 12). Fait important, comme certains de ces achats d'actifs étrangers ne sont pas couverts, ils exercent une réelle pression à la baisse sur le yen. Cependant, nous ne croyons pas qu'il s'affaiblira bien au-delà de 120, car les investisseurs institutionnels japonais se réintéresseront sans doute au yen s'il atteint ce niveau.

## Dollar canadien

De nombreux facteurs négatifs pèsent sur l'économie canadienne et le huard. Parmi ceux-ci, notons le recul marqué du secteur manufacturier entre 2006 et 2013, alors que le dollar canadien était exceptionnellement robuste. Le fait que notre balance commerciale ne s'est pas encore redressée témoigne d'une perte de compétitivité par rapport aux États-Unis, au Mexique et à d'autres partenaires commerciaux. Un repli du huard est considéré comme nécessaire à une relance du secteur manufacturier, mais nous croyons que le commerce des biens ne retrouvera jamais complètement son statut de grand moteur de la croissance de l'économie canadienne. Cette réalité se reflète dans le déficit persistant du compte courant du Canada (figure 13), qui, à plus de 3 % du PIB, exerce une pression à la baisse continue sur le huard.

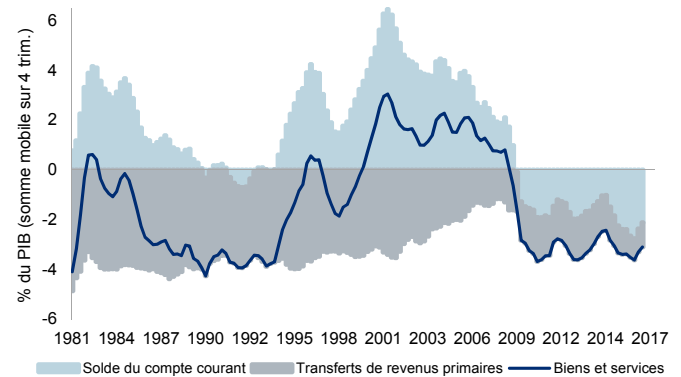
La divergence des politiques monétaires mine aussi la devise. Alors que la Réserve fédérale relève progressivement les taux d'intérêt à court terme vers des niveaux neutres, la Banque du Canada (BdC) maintient fermement le statu quo. Les trois mesures de la BdC montrent que l'inflation de base est bien inférieure à sa cible officielle de 2 %, en plus d'être orientée à la baisse (figure 14). De récents discours prononcés par le gouverneur de la BdC, Stephen Poloz, laissent supposer des préoccupations quant à la faiblesse des exportations et aux progrès très timides des investissements des entreprises. Le ton plutôt accommodant de M. Poloz se traduit directement par une dépréciation du dollar canadien, les taux obligataires n'étant guère attractifs.

Figure 12 : Titres étrangers détenus par des sociétés japonaises d'assurance vie



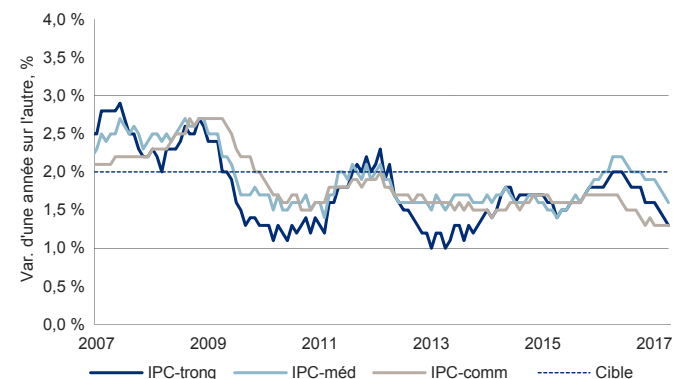
Sources : Nomura, BdJ

Figure 13 : Solde du compte courant du Canada



Sources : Macrobond, RBC GMA

Figure 14 : Mesures de l'inflation au Canada



Sources : Banque du Canada, Haver Analytics

On ne peut parler du dollar canadien sans mentionner le lien particulier entre le Canada et les marchandises. Même si l'engouement pour les sables bitumineux s'atténue, les marchandises demeurent un facteur essentiel des perspectives de la devise. À cet égard, les provinces de l'Ouest se sont réjouies de la remontée des prix du brut par rapport au creux atteint au début de l'an dernier. Toutefois, le récent rebond ne change guère la donne pour les producteurs canadiens, dont plusieurs ont des seuils de rentabilité supérieurs à la fourchette actuelle des prix du pétrole, qui va de 45 \$ à 55 \$ US le baril. Comme l'OPEP s'est engagée dernièrement à prolonger la réduction de l'offre jusqu'en mars 2018, les prix du pétrole devraient se maintenir à court terme. Néanmoins, nous ne sommes pas convaincus que ces efforts auront un effet durable, étant donné l'agilité et la compétitivité grandissantes des producteurs américains de pétrole de schiste. En l'absence de moyens encore plus novateurs pour améliorer les procédés d'extraction des sables bitumineux, la contribution des ressources à la croissance économique sera limitée.

Un problème plus récent pour les producteurs de pétrole canadiens est l'arrivée en Alberta et en Colombie-Britannique de gouvernements non favorables au secteur. Ces gouvernements sont de plus en plus réfractaires à la poursuite de la mise en valeur des sables bitumineux et à la construction de pipelines. En plus des difficultés posées par les coûts élevés d'extraction, les producteurs doivent maintenant composer avec des plafonds d'émission et une hausse des taxes sur le carbone. Certains producteurs, dont plusieurs sont des sociétés étrangères, ont plutôt choisi de simplement vendre leurs actifs canadiens liés aux sables bitumineux. Cette tendance mérite d'être surveillée par les investisseurs en devises, car elle pourrait entraîner des sorties de capitaux de l'ordre de plusieurs dizaines de milliards de dollars.

Ces derniers temps, ce sont des craintes découlant de l'effervescence des marchés de l'habitation à Toronto

et à Vancouver qui ont commencé à nuire au taux de change. Les prix relativement élevés et le faible niveau de l'accessibilité ne sont pas nouveaux, mais en raison des difficultés éprouvées par un petit prêteur, les craintes d'un effondrement du marché résidentiel ont refait surface. Les préoccupations liées au logement, alliées aux tarifs protectionnistes imposés sur le bois d'œuvre canadien par le gouvernement Trump, ont temporairement fait grimper le dollar américain au-delà de la limite supérieure de la fourchette bien ancrée de 1,30 à 1,36. Nous ne croyons pas que le marché du logement soit sur le point de s'effondrer ou que les mesures protectionnistes domineront indéfiniment les manchettes. Cependant, nous reconnaissons que ces événements alourdissent la liste des facteurs défavorables au dollar canadien, qui minent sa performance dans les dernières phases du cycle haussier du dollar américain. Nous prévoyons un repli à 1,44 dollar canadien par dollar américain.

## En conclusion

Dans le meilleur des cas, la prévision de l'évolution des devises est un métier risqué, mais ce l'est encore plus lors des points d'inflexion du cycle. Le cycle moyen du dollar américain est de sept ans et les phases précédentes de vigueur et de faiblesse ont duré entre cinq et dix ans. Nous sommes désormais plus prudents, car le cycle du dollar américain arrive à maturité et les facteurs négatifs pourraient avoir une plus grande influence. Néanmoins, ce cycle pourrait être plus long que la moyenne pour plusieurs raisons fondées, sans rapport avec les scénarios les plus optimistes concernant les politiques de M. Trump favorables au dollar. Ainsi, les écarts de croissance, les divergences entre les politiques monétaires, la faiblesse du déficit du compte courant du point de vue historique et la surévaluation qui reste modérée sont autant d'éléments qui justifient des prévisions haussières pour le dollar américain.

Ce rapport a été fourni par RBC Gestion mondiale d'actifs (RBC GMA) à titre informatif seulement et ne peut être reproduit, distribué ou publié sans le consentement écrit de RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. (RBC GMA Inc.). Au Canada, ce rapport est fourni par RBC GMA Inc. (dont Phillips, Hager & North gestion de placements). Aux États-Unis, ce rapport est fourni par RBC Global Asset Management (U.S.) Inc., un conseiller en placement agréé par le gouvernement fédéral. En Europe et au Moyen-Orient, ce rapport est fourni par RBC Global Asset Management (UK) Limited, qui est agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority du Royaume-Uni. En Asie, ce document est fourni par RBC Investment Management (Asia) Limited, qui est inscrite auprès de la Securities and Futures Commission (SFC) de Hong Kong.

RBC GMA est la division de gestion d'actifs de Banque Royale du Canada (RBC) qui regroupe RBC GMA Inc., RBC Global Asset Management (U.S.) Inc., RBC Global Asset Management (UK) Limited, la division de gestion d'actifs de RBC Investment Management (Asia) Limited, et BlueBay Asset Management LLP, qui sont des filiales distinctes mais affiliées de RBC.

Ce rapport n'a pas été revu par une autorité en valeurs mobilières ou toute autre autorité de réglementation et n'est inscrit auprès d'aucune d'entre elles. Il peut, selon le cas, être distribué par les entités susmentionnées dans leur territoire respectif. Vous trouverez des précisions sur RBC GMA au [www.rbcgma.com](http://www.rbcgma.com).

Le présent rapport n'a pas pour objectif de fournir des conseils juridiques, comptables, fiscaux, financiers, liés aux placements ou autres, et ne doit pas servir de fondement à de tels conseils. Le processus de placement décrit dans ce rapport peut changer avec le temps. Les caractéristiques mises de l'avant dans ce rapport visent à dresser un portrait général des critères utilisés dans la sélection des titres détenus dans les portefeuilles des clients. Les placements des portefeuilles des clients ne satisferont pas toujours tous ces critères. RBC GMA prend des mesures raisonnables pour fournir des renseignements à jour, exacts et fiables, et croit qu'ils le sont au moment de leur impression. RBC GMA se réserve le droit, à tout moment et sans préavis, de corriger ou de modifier les renseignements, ou de cesser de les publier.

Tout renseignement prospectif sur les placements ou l'économie contenu dans le présent rapport a été obtenu par RBC GMA auprès de plusieurs sources. Les renseignements obtenus de tiers sont jugés fiables, mais ni RBC GMA, ni ses sociétés affiliées, ni aucune autre personne n'en garantissent explicitement ou implicitement l'exactitude, l'intégralité ou la pertinence. RBC GMA et ses sociétés affiliées n'assument aucune responsabilité à l'égard des erreurs ou des omissions.

Les opinions et les estimations que renferme le présent rapport représentent le jugement de RBC GMA au 13 juin 2017 et peuvent être modifiées sans préavis ; elles sont fournies de bonne foi, mais n'impliquent aucune responsabilité légale. Les taux d'intérêt et les conditions du marché peuvent changer.

Les rendements sont estimés à des fins d'illustration seulement et ne constituent en aucun cas des prévisions. Le rendement peut être supérieur ou inférieur à celui indiqué, et peut varier considérablement à plus court terme. Il est impossible d'investir directement dans un indice non géré.

#### Note sur les énoncés prospectifs

Le présent rapport peut contenir des déclarations prospectives au sujet des rendements futurs, stratégies ou perspectives, ainsi que sur les mesures qui pourraient être prises. L'emploi des modes conditionnel ou futur et des termes « pouvoir », « se pouvoir », « devoir », « s'attendre à », « soupçonner », « prévoir », « croire », « planifier », « anticiper », « évaluer », « avoir l'intention de », « objectif » ou d'expressions similaires permet de repérer les déclarations prospectives. Les déclarations prospectives ne garantissent pas le rendement futur. Les déclarations prospectives comportent des incertitudes et des risques inhérents quant aux facteurs économiques généraux, de sorte qu'il se peut que les prédictions, les prévisions, les projections et les autres déclarations prospectives ne se réalisent pas. Nous vous recommandons de ne pas vous fier indûment à ces déclarations, puisqu'un certain nombre de facteurs importants pourraient faire en sorte que les événements ou les résultats réels diffèrent considérablement de ceux qui sont mentionnés, explicitement ou implicitement, dans les déclarations prospectives.

Ces facteurs comprennent notamment les facteurs généraux d'ordre économique et politique ou liés au marché du Canada, des États-Unis et du monde entier, les taux d'intérêt et les taux de change, les marchés mondiaux des actions et des capitaux, la concurrence, les évolutions technologiques, les changements législatifs et réglementaires, les décisions judiciaires et administratives, les actions en justice et les catastrophes. La liste de facteurs essentiels ci-dessus, qui peut avoir une incidence sur les résultats futurs, n'est pas exhaustive. Avant de prendre une décision de placement, nous vous invitons à prendre en compte attentivement ces facteurs et les autres facteurs pertinents. Toutes les opinions contenues dans les déclarations prospectives peuvent être modifiées sans préavis et sont fournies de bonne foi, mais sans responsabilité légale.