



RBC Gestion  
mondiale d'actifs

# REGARD SUR LES PLACEMENTS MONDIAUX

Comité des stratégies de placement RBC

NOUVEL AN 2014

## COMITÉ DES STRATÉGIES DE PLACEMENT RBC

Le Comité des stratégies de placement RBC est composé de professionnels du placement des échelons supérieurs provenant de diverses unités opérationnelles axées sur les services aux particuliers œuvrant au sein de RBC. Le Comité reçoit régulièrement des données sur les marchés économiques et des capitaux provenant de sources internes et externes. Les conseillers régionaux (Amérique du Nord, Europe, Extrême-Orient), le Sous-comité pour les titres mondiaux à revenu fixe et devises et les chefs des différents secteurs des titres mondiaux (services financiers et soins de la santé, biens de consommation non essentiels et de base, industries et services publics, énergie et matières, télécommunications et technologies) formulent d'importantes recommandations. À partir de ces recommandations, le Comité des stratégies de placement RBC établit des prévisions de placement globales détaillées pour l'année qui suit.

Les prévisions du Comité comprennent une évaluation des conditions monétaires et budgétaires globales, de la croissance économique et du taux d'inflation prévus ainsi que de l'évolution prévue des taux d'intérêts, des principales devises, des bénéfices des sociétés et du cours des actions.

L'ensemble de ces prévisions permet au Comité des stratégies de placement RBC de formuler des recommandations particulières qui sont utilisées pour gérer les portefeuilles.

Ces recommandations comprennent :

- la répartition recommandée d'espèces, de titres à revenu fixe et d'actions dans le portefeuille ;
- le niveau de risque global recommandé des portefeuilles de titres à revenu fixe et d'actions ;
- la structure d'échéance optimale pour les placements à revenu fixe ;
- la répartition suggérée par secteurs et zones géographiques au sein des portefeuilles d'actions ;
- le niveau d'exposition aux principales devises qu'il est préférable d'avoir.

Les résultats des délibérations du Comité sont publiés dans *Regard sur les placements mondiaux*.

# TABLE DES MATIÈRES

<b>SOMMAIRE</b>	<b>3</b>
Regard sur les placements mondiaux	
Sarah Riopelle, CFA – V.-p. et première gestionnaire de portefeuille, RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.	
Daniel E. Chornous, CFA – Chef des placements, RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.	
<b>PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES ET DES MARCHÉS FINANCIERS</b>	<b>6</b>
Comité des stratégies de placement RBC	
<b>RÉPARTITION DE L'ACTIF RECOMMANDÉE</b>	<b>7</b>
Comité des stratégies de placement RBC	
<b>RENDEMENT DES MARCHÉS FINANCIERS</b>	<b>10</b>
Milos Vukovic, MBA, CFA – V.-p. et chef, Politique de placement, RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.	
<b>REGARD SUR LES PLACEMENTS MONDIAUX</b>	<b>13</b>
Les réformes structurelles à l'avant-scène	
Eric Lascelles – Économiste en chef, RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.	
Daniel E. Chornous, CFA – Chef des placements, RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.	
John Richards – Analyste, Actions mondiales, RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.	
<b>MARCHÉS MONDIAUX DES TITRES À REVENU FIXE</b>	<b>40</b>
Soo Boo Cheah, CFA – Premier gestionnaire de portefeuille, RBC Asset Management UK Limited	
Suzanne Gaynor – V.-p. et première gestionnaire de portefeuille, RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.	
<b>MARCHÉS DES CHANGES</b>	<b>45</b>
Dagmara Fijalkowski, MBA, CFA – Chef, Titres mondiaux à revenu fixe et devises (Toronto et Londres), RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.	
<b>PERSPECTIVES RÉGIONALES</b>	
<b>États-Unis</b>	<b>56</b>
Raymond Mawhinney – Premier v.-p. et premier gestionnaire de portefeuille, RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.	
Brad Willock, CFA – V.-p. et premier gestionnaire de portefeuille, RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.	
<b>Canada</b>	<b>59</b>
Stuart Kedwell, CFA – Premier v.-p. et premier gestionnaire de portefeuille, RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.	
<b>Europe</b>	<b>61</b>
Dominic Wallington – Chef des placements et chef de la direction, RBC Asset Management UK Limited	
<b>Asie</b>	<b>64</b>
Mayur Nallamala – Chef et premier gestionnaire de portefeuille, RBC Investment Management (Asia) Limited	
<b>Marchés émergents</b>	<b>67</b>
Laurence Bensafi – Chef déléguée et gestionnaire de portefeuille, RBC Asset Management UK Limited	
Mathieu Nègre – Gestionnaire de portefeuille, RBC Asset Management UK Limited	
<b>COMITÉ DES STRATÉGIES DE PLACEMENT RBC</b>	<b>70</b>

Page intentionnellement laissée en blanc.

# SOMMAIRE

## Sarah Riopelle, CFA

V.-p. et première gestionnaire de portefeuille  
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

## Daniel E. Chornous, CFA

Chef des placements  
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

Durant les cinq dernières années, le contrecoup de la crise financière a exercé une influence prépondérante sur le marché, comme le montrent la faiblesse des taux d'intérêt nominaux et, jusqu'à récemment, le niveau inférieur à la moyenne des valorisations des actions. Le processus de normalisation s'est poursuivi tant dans l'économie mondiale que sur les marchés financiers, grâce à la diminution des mesures d'austérité budgétaire, au regain d'appétit pour le risque et à de profondes réformes structurelles visant à rechercher de nouvelles sources de croissance économique. Un changement de régime a apparemment eu lieu, puisque les taux d'intérêt sont largement revenus à la normale, que les actions sont proches de leur juste valeur et que certains obstacles majeurs à la reprise ont diminué ou ont complètement disparu.

### **Les tendances macroéconomiques demeurent assez encourageantes**

Selon les indicateurs économiques avancés, la croissance économique devrait être légèrement supérieure à la normale l'an prochain. Ce changement sera bienvenu, étant donné que l'activité tourne au ralenti depuis plusieurs années. Aux États-Unis, notamment, il y a lieu de croire que l'économie se raffermira en 2014, alors que les répercussions initiales de la hausse des taux sont négatives sans être catastrophiques et que le marché du logement américain présente toujours un fort potentiel de hausse malgré les récents soubresauts. Les données économiques ne dépassent pas les attentes aussi souvent que pendant l'été, mais cela s'explique essentiellement par une hausse des prévisions et non par un recul des données elles-mêmes.

Les résultats supérieurs des pays développés par rapport aux marchés émergents représentent l'un des principaux thèmes du dernier trimestre. Bien que l'écart se soit légèrement resserré, les prévisions

générales du PIB ont continué de monter pour les pays développés et de baisser pour les marchés émergents au cours des trois derniers mois. Nos propres prévisions économiques devancent cette tendance : nous voyons d'un œil favorable les perspectives de plusieurs pays développés, tandis que nos pronostics sont inférieurs à ceux des analystes pour les marchés émergents.

Les risques politiques pourraient freiner la trajectoire économique que nous prévoyons. En ce qui concerne les marchés émergents, les élections prévues en 2014 entravent les réformes économiques impopulaires mais nécessaires en Inde, en Indonésie et au Brésil. Par conséquent, ces pays affichent le potentiel de hausse le plus faible pour 2014, et ce sera le cas jusqu'à ce qu'ils mettent de côté les considérations populistes préélectorales. Dans le monde développé, les problèmes sont variés. En Europe, le principal risque demeure l'impopularité de l'austérité budgétaire et des réformes structurelles qui l'accompagnent. Aux États-Unis, les querelles entre républicains et démocrates ont entraîné une paralysie

du gouvernement pendant 17 jours en octobre et ont failli faire échouer les négociations sur le plafond de la dette, alors que les élections de mi-mandat se dérouleront à l'automne 2014. Une nouvelle résolution de continuité devra être adoptée avant le 15 janvier 2014 pour financer le gouvernement, et il faudra une fois de plus relever le plafond de la dette au cours du premier semestre.

### **La réduction des achats d'obligations commencera-t-elle bientôt ?**

La Réserve fédérale semble préoccupée par la taille de ses achats d'obligations et les procès-verbaux de ses récentes réunions montrent qu'elle souhaite commencer à les réduire bientôt. Toutefois, les signaux qui déclencheront cette décision ne sont plus aussi clairs depuis que la Réserve fédérale a pris le monde par surprise en septembre en laissant son programme inchangé. L'entrée en fonction de la nouvelle présidente, Janet Yellen, ne devrait pas changer grand-chose à cet égard. M<sup>me</sup> Yellen semble encline à se montrer conciliante, mais elle ne le sera pas

forcément davantage que l'actuel président Bernanke. Nous sommes d'avis que le programme d'achats d'actifs commencera à diminuer à la fin de 2013 ou au début de 2014. Cependant, aucune hausse des taux directeurs à court terme ne devrait avoir lieu avant plusieurs années.

Une fois que la Réserve fédérale aura enclenché la réduction de ses mesures de relance, nous devrions observer plusieurs effets. Les taux obligataires pourraient monter de nouveau, bien que la majeure partie de ce redressement ait déjà eu lieu en prévision de cette décision. À court terme, les actions ne devraient en tirer aucun avantage, mais comme la Réserve fédérale agira en prévision d'une amélioration de la croissance économique, cette dernière devrait finir par leur être favorable. Les marchés émergents les plus vulnérables, notamment ceux qui présentent un déficit du compte courant substantiel, pourraient connaître une nouvelle fuite des capitaux et son lot de conséquences.

L'appréciation du dollar américain en est encore aux premiers stades : la hausse de 10 % des deux dernières années représente un tiers du marché haussier typique de six ans. La force du billet vert est confirmée par la faiblesse de toutes les grandes devises, à l'exception de l'euro, qui surclasse les prévisions de

nombreux investisseurs. Toutefois, nous estimons que la détérioration de la croissance et de l'inflation et la politique monétaire que la zone euro devra adopter pour la pallier finiront par plomber la monnaie unique. La faiblesse de l'euro par rapport au dollar américain sera vraisemblablement plus grande que pour la livre sterling, le dollar canadien ou le yen. Malgré des replis occasionnels inévitables, le billet vert devrait poursuivre son ascension, à un rythme qui variera selon les devises.

### **Stabilisation des taux obligataires**

Les taux obligataires n'ont guère changé au cours du trimestre, alors qu'ils avaient fortement grimpé au printemps. La correction s'est produite en seulement quelques mois, et les taux d'intérêt nominaux et réels frôlent désormais les niveaux indiqués par nos modèles. Nous restons d'avis que les taux obligataires progresseront modérément l'an prochain, et ce, pour plusieurs raisons. Premièrement, la Réserve fédérale devrait commencer à réduire son programme de relance sous peu, ce qui entraînera une hausse des taux. Ensuite, la croissance économique devrait s'accélérer et ce mouvement s'accompagne généralement d'une hausse des taux d'intérêt. Enfin, l'inflation devrait augmenter et pousser les taux dans le même sens. Toutefois, la rapidité et

l'ampleur de la hausse seront limitées par le mécanisme d'autocorrection : comme l'économie souffre d'une hausse trop importante des taux obligataires, les banques centrales contribuent à les rabaisser en adoucissant le ton.

### **Baisse des rendements prévus pour les actions**

Le redressement des marchés boursiers mondiaux a continué en 2013. Les actions ont manifestement profité de l'amélioration de la conjoncture économique et les valorisations ont progressé vers leurs normes historiques. La majeure partie de la reprise enregistrée cette année s'explique par l'accroissement des ratios cours/bénéfice, car le marché a fait monter les actions après les avoir sous-évaluées pour tenir compte des derniers risques de la crise financière. À leur niveau actuel, les valorisations avoisinent la moyenne à long terme et le point d'équilibre. La croissance des bénéfiques est peu dynamique depuis quelque temps, ce qui n'est guère surprenant étant donné les difficultés économiques qui ont miné les sociétés. Bien que les marchés boursiers puissent encore monter en réaction aux prévisions d'une croissance des bénéfiques, les actions sont plus volatiles quand les prix reflètent davantage les valorisations élevées que les bénéfiques des sociétés. Cependant, plusieurs indices montrent

que la croissance des bénéfices pourrait se raffermir. Les sociétés s'efforcent de réduire leurs coûts et investissent dans la productivité. De plus, une accélération de la croissance mondiale permettrait sans aucun doute d'accroître leurs résultats nets. À l'avenir, l'amélioration de la conjoncture macroéconomique devrait favoriser les actions, mais compte tenu des gains des dernières années et des valorisations beaucoup moins favorables, nous devons modérer nos prévisions de rendement total.

## Saisir les occasions de négociation

Comme les actions et les obligations se rapprochent de leur juste valeur, nous avons adopté une répartition de l'actif plus neutre, bien qu'elle privilégie toujours les actions. Même si les taux obligataires augmenteront probablement avec la fin des mesures de stimulation monétaire, une grande partie de la correction a probablement eu lieu au cours de l'été. L'été dernier, nous avons modifié la pondération des obligations pour l'amener à un niveau plus neutre, en mettant fin à la sous-pondération extrême que nous avons adoptée quand les taux frôlaient leur plancher record. Au cours du dernier trimestre, la part des titres à revenu fixe est restée stable. Au moment du récent repli des marchés boursiers provoqué par les inquiétudes entourant le plafond

de la dette, nous avons augmenté la pondération des actions de deux points de pourcentage afin de tirer parti des occasions d'achat. Nous avons récemment fermé cette position après le redressement qui a suivi. Pour un portefeuille équilibré mondial, nous recommandons la répartition de l'actif suivante : 58 % en actions (position neutre stratégique : 55 %), 38 % en titres à revenu fixe (position neutre stratégique : 40 %) et le reste en liquidités.

# PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES ET DES MARCHÉS FINANCIERS

PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES (COMITÉ DES STRATÉGIES DE PLACEMENT RBC)														
	ÉTATS-UNIS		CANADA		EUROPE		ROYAUME-UNI		JAPON		CHINE		MARCHÉS ÉMERGENTS <sup>1</sup>	
	Nouvel An 2014	Variation p.r. prév. Automne 2013	Nouvel An 2014	Variation p.r. prév. Automne 2013	Nouvel An 2014	Variation p.r. prév. Automne 2013	Nouvel An 2014	Variation p.r. prév. Automne 2013	Nouvel An 2014	Variation p.r. prév. Automne 2013	Nouvel An 2014	Variation p.r. prév. Automne 2013	Nouvel An 2014	Variation p.r. prév. Automne 2013
<b>PIB RÉEL</b>														
2012R	2,20 %		1,80 %		(0,50 %)		0,30 %		2,00 %		7,80 %		5,41 %	
2013E	1,75 %	(0,25)	1,75 %	Aucune	(0,50 %)	0,25	1,50 %	0,50	2,00 %	0,25	7,50 %	0,25	5,00 %	(0,25)
2014E	2,75 %	Aucune	2,00 %	Aucune	0,75 %	0,25	2,50 %	0,50	2,00 %	0,25	7,25 %	0,25	5,50 %	(0,25)
<b>IPC</b>														
2012R	2,10 %		1,50 %		2,50 %		2,80 %		0,00 %		2,60 %		4,50 %	
2013E	1,50 %	(0,25)	1,25 %	Aucune	1,50 %	(0,25)	2,75 %	Aucune	0,25 %	Aucune	2,75 %	Aucune	4,75 %	0,25
2014E	1,75 %	(0,25)	1,75 %	Aucune	1,25 %	Aucune	2,50 %	Aucune	2,25 %	0,50	3,00 %	Aucune	4,25 %	0,25

R = RÉEL E = ESTIMATION

<sup>1</sup> Moyenne pondérée du PIB de la Chine, de l'Inde, du Brésil, de la Russie, de la Corée du Sud et du Mexique.

CIBLES (COMITÉ DES STRATÉGIES DE PLACEMENT RBC)				
	NOVEMBRE 2013	PRÉVISIONS NOVEMBRE 2014	VARIATION P.R. PRÉV. AUTOMNE 2013	ESTIMATION RENDEMENT TOTAL SUR UN AN %
<b>MARCHÉS DES DEVICES C. USD</b>				
USD-CAD	1,06	1,08	0,01	(0,8)
EURO-USD	1,36	1,20	Aucune	(11,8)
USD-YEN	102,42	108,00	Aucune	(5,4)
LIVRE-USD	1,64	1,50	0,03	(8,1)
<b>MARCHÉS DES TITRES À REVENU FIXE</b>				
É.-U. – Taux des fonds fédéraux	0,25	0,25	Aucune	Aucune
É.-U. – Rendement obligation 10 ans	2,74	3,50	0,25	(3,6)
Canada – Taux de financement à un jour	1,00	1,00	Aucune	Aucune
Canada – Rendement obligation 10 ans	2,54	3,25	0,25	(3,5)
Zone euro – Taux directeur	0,25	0,25	Aucune	Aucune
Allemagne – Rendement obligation 10 ans	1,69	2,50	0,25	(5,4)
Royaume-Uni – Taux de base	0,50	0,50	Aucune	Aucune
Royaume-Uni – Rendement obligation 10 ans	2,74	3,75	0,75	(5,6)
Japon – Taux de financement à un jour	0,10	0,10	Aucune	Aucune
Japon – Rendement obligation 10 ans	0,61	1,00	Aucune	(3,1)
<b>MARCHÉS DES ACTIONS</b>				
S&P 500	1806	1850	50	4,4
S&P/TSX composé	13395	14000	500	7,5
MSCI Europe	1722	1850	125	10,9
FTSE 100	6651	7300	300	13,4
Nikkei	15662	15250	250	(1,1)
MSCI Marchés émergents	1018	1100	50	10,8

Source : RBC GMA

# RÉPARTITION DE L'ACTIF RECOMMANDÉE

La répartition de l'actif – soit la distribution des actions, des obligations et des liquidités dans le portefeuille – devrait reposer à la fois sur des éléments stratégiques et tactiques. La répartition stratégique de l'actif détermine l'agencement des principales catégories d'actif qui offre le meilleur rapport risque/rendement pour un profil d'investisseur donné. Elle est comme le plan d'investissement repère qui guidera le portefeuille au fil des différents cycles de l'économie et des placements, indépendamment du scénario à court terme envisagé pour l'économie et les marchés des capitaux. La répartition tactique de l'actif correspond au réglage de précision des paramètres stratégiques dans le but d'ajouter de la valeur en profitant des fluctuations à court terme des marchés.

Comme chacun a des attentes de rendement et une tolérance à la volatilité qui lui sont propres, il n'y a pas de répartition stratégique de l'actif « universelle ». À partir d'une étude portant sur 35 ans de rendements historiques et de volatilité des rendements (la fourchette qui englobe le rendement moyen et la plupart des résultats à court terme), nous avons créé cinq profils généraux et attribué à chacun une répartition stratégique repère de l'actif. Ces profils vont de Prudence élevée à Équilibré en passant par Croissance dynamique. Il va sans dire que plus les investisseurs acceptent un niveau de volatilité élevé, et donc un risque plus grand d'obtenir des rendements qui diffèrent de la moyenne à long terme, plus le potentiel de rendement sera élevé. Les cinq profils présentés ci-dessous pourront aider les investisseurs à choisir la répartition stratégique de l'actif qui répond le mieux à leurs objectifs de placement.

Chaque trimestre, le Comité des stratégies de placement RBC publie une répartition

de l'actif recommandée fondée sur notre opinion actuelle de l'économie et sur les prévisions de rendement des grandes catégories d'actif. Ces pondérations sont ensuite divisées en proportions recommandées pour les divers marchés mondiaux de titres à revenu fixe et d'actions. Nos recommandations sont établies en fonction du profil Équilibré, où les paramètres repères sont : 55 %

d'actions, 40 % de titres à revenu fixe et 5 % de liquidités.

Une fourchette tactique de +/- 15 % autour de la position repère nous permet de hausser ou de diminuer la pondération de catégories d'actif précises pour que les portefeuilles puissent profiter des marchés qui offrent des perspectives à court terme relativement attrayantes.

*suite à la page 8...*

RÉPARTITION DE L'ACTIF MONDIALE							
	POLITIQUE	FOURCHETTE PASSÉE	20 JUIN 2013	5 JUILLET 2013	AUTOMNE 2013	2 OCT. 2013	NOUVEL AN 2014
LIQUIDITÉS	<b>5,0 %</b>	1,5 % – 16 %	5,0 %	4,0 %	4,0 %	2,0 %	<b>4,0 %</b>
OBLIGATIONS	<b>40,0 %</b>	25 % – 54 %	37,0 %	38,0 %	38,0 %	38,0 %	<b>38,0 %</b>
ACTIONS	<b>55,0 %</b>	36 % – 65 %	58,0 %	58,0 %	58,0 %	60,0 %	<b>58,0 %</b>

RÉPARTITION RÉGIONALE							
OBLIG. MONDIALES	CWGBI* NOV. 2013	FOURCHETTE PASSÉE	NOUVEL AN 2013	PRINTEMPS 2013	ÉTÉ 2013	AUTOMNE 2013	NOUVEL AN 2014
Amérique du Nord	<b>33,0 %</b>	18 % – 37 %	28,1 %	33,5 %	29,0 %	28,8 %	<b>28,0 %</b>
Europe	<b>39,8 %</b>	32 % – 56 %	40,4 %	40,5 %	41,0 %	41,3 %	<b>42,3 %</b>
Asie	<b>27,2 %</b>	20 % – 35 %	31,5 %	26,0 %	30,0 %	29,9 %	<b>29,7 %</b>

Nota : Fondé sur les rendements prévus sur 12 mois, couverts en \$ US

ACTIONS MONDIALES	MSCI** NOV. 2013	FOURCHETTE PASSÉE	NOUVEL AN 2013	PRINTEMPS 2013	ÉTÉ 2013	AUTOMNE 2013	NOUVEL AN 2014
Amérique du Nord	<b>58,0 %</b>	51 % – 60 %	58,5 %	56,9 %	56,0 %	57,8 %	<b>57,3 %</b>
Europe	<b>24,2 %</b>	22 % – 35 %	24,0 %	23,2 %	22,9 %	22,4 %	<b>23,8 %</b>
Asie	<b>12,4 %</b>	9 % – 18 %	9,0 %	11,6 %	12,8 %	11,8 %	<b>11,5 %</b>
Marchés émergents	<b>5,5 %</b>	0 % – 8,5 %	8,5 %	8,3 %	8,3 %	8,0 %	<b>7,5 %</b>

ACTIONS MONDIALES – RÉPARTITION SECTORIELLE					
	MSCI** NOV. 2013	CSP RBC AUTOMNE 2013	CSP RBC NOUVEL AN 2014	VARIATION DEPUIS AUTOMNE 2013	PONDÉRATION C. RÉFÉRENCE
Énergie	9,63 %	8,82 %	8,33 %	(0,50)	86,50 %
Matières	5,74 %	4,84 %	4,44 %	(0,40)	77,36 %
Industrie	11,31 %	12,61 %	13,31 %	0,70	117,68 %
Consommation non essentielle	12,23 %	13,89 %	13,83 %	(0,06)	113,08 %
Consommation de base	10,21 %	9,71 %	10,21 %	0,50	100,00 %
Soins de santé	11,14 %	11,31 %	11,14 %	(0,18)	100,00 %
Services financiers	20,98 %	21,81 %	19,98 %	(1,83)	95,23 %
Technologie de l'information	11,65 %	13,46 %	13,65 %	0,19	117,17 %
Services de télécommunications	3,85 %	2,18 %	3,85 %	1,67	100,00 %
Services publics	3,27 %	1,37 %	1,27 %	(0,10)	38,81 %

\* Indice mondial d'obligations gov. Citigroup \*\* Indice mondial MSCI

Source : Comité des stratégies de placement RBC

... suite de la page 7

Cette recommandation tactique à l'égard du profil Équilibré peut servir à guider les modifications apportées aux fourchettes des autres profils. Si, par exemple, la pondération en actions actuellement recommandée pour le profil Équilibré est de 62,5 % (c.-à-d. 7,5 % au-dessus du repère de 55 % et sous la limite supérieure de 70 %), cela signifierait un ajustement tactique de +5,02 % à 25,02 % pour le profil Prudence élevée

(c.-à-d. un ajustement proportionnel à la hausse de la pondération en actions de 20 %, à l'intérieur de la fourchette permise de +/- 15 %). La valeur ajoutée des stratégies tactiques dépend, bien sûr, de la mesure dans laquelle les scénarios se réalisent.

Essentiel à la réussite d'un plan d'investissement, l'examen régulier des pondérations du portefeuille assure la concordance des pondérations actuelles

avec le niveau de rendement à long terme et la tolérance au risque qui conviennent le mieux aux investisseurs particuliers. L'arrimage des portefeuilles à une répartition stratégique de l'actif appropriée et l'imposition de limites aux fourchettes de positionnement tactique permises imposent une discipline pouvant limiter les dommages causés par les réactions émotionnelles qui accompagnent inévitablement les hausses et les baisses des marchés.

1. **Rendement moyen** : Le rendement global moyen offert par la catégorie d'actif pour la période de 1978 à 2013, d'après les résultats mensuels.  
 2. **Volatilité** : L'écart type des rendements. L'écart type est une mesure statistique qui définit la fourchette autour du rendement moyen et à l'intérieur de laquelle les 2/3 des résultats se retrouvent, d'après une distribution normale autour de la moyenne à long terme.

## PRUDENCE ÉLEVÉE

CATÉGORIE D'ACTIF	REPÈRE	FOUR-CHETTE	DERNIER TRIMESTRE	RECOM. ACTUELLES	
ESPÈCES ET QUASI-ESPÈCES	5 %	0-15 %	4,0 %	3,7 %	
REVENU FIXE	75 %	55-95 %	74,4 %	74,4 %	
TOTAL – ESPÈCES ET REVENU FIXE	80 %	65-95 %	78,4 %	78,1 %	
ACTIONS CANADIENNES	10 %	5-20 %	10,6 %	10,6 %	
ACTIONS AMÉRICAINES	5 %	0-10 %	5,7 %	6,0 %	
ACTIONS INTERNATIONALES	5 %	0-10 %	5,3 %	5,3 %	
MARCHÉS ÉMERGENTS	0 %	0 %	0,0 %	0,0 %	
TOTAL – ACTIONS	20 %	5-35 %	21,6 %	21,9 %	
			RENDEMENT	VOLATILITÉ	
			MOYENNE SUR 35 ANS	9,1 %	6,1 %
			MOYENNE DES 12 DERNIERS MOIS	3,8 %	3,5 %

Les investisseurs très prudents cherchent à obtenir un revenu, avec une protection maximale et la possibilité d'une croissance modérée du capital. Ils acceptent de faibles variations de la valeur de leurs placements. Ce portefeuille investit principalement dans les titres à revenu fixe et dans un faible nombre d'actions pour dégager un revenu tout en offrant une certaine protection contre l'inflation. Les investisseurs qui présentent ce profil prévoient habituellement conserver leurs placements de court à moyen terme (minimum de un à cinq ans).

## PRUDENCE

CATÉGORIE D'ACTIF	REPÈRE	FOUR-CHETTE	DERNIER TRIMESTRE	RECOM. ACTUELLES	
ESPÈCES ET QUASI-ESPÈCES	5 %	0-15 %	4,0 %	3,8 %	
REVENU FIXE	60 %	40-80 %	58,6 %	58,6 %	
TOTAL – ESPÈCES ET REVENU FIXE	65 %	50-80 %	62,6 %	62,4 %	
ACTIONS CANADIENNES	15 %	5-25 %	16,0 %	16,0 %	
ACTIONS AMÉRICAINES	10 %	0-15 %	11,0 %	11,2 %	
ACTIONS INTERNATIONALES	10 %	0-15 %	10,4 %	10,4 %	
MARCHÉS ÉMERGENTS	0 %	0 %	0,0 %	0,0 %	
TOTAL – ACTIONS	35 %	20-50 %	37,4 %	37,6 %	
			RENDEMENT	VOLATILITÉ	
			MOYENNE SUR 35 ANS	9,4 %	7,4 %
			MOYENNE DES 12 DERNIERS MOIS	7,9 %	3,9 %

Les investisseurs prudents cherchent à obtenir un revenu modeste, avec une croissance modeste et une protection raisonnable du capital. Ils acceptent de modestes variations de la valeur de leurs placements. Ce portefeuille investit principalement dans des titres à revenu fixe et dans quelques actions pour dégager un rendement plus constant et fournir un niveau raisonnable de sécurité. Le profil convient aux investisseurs qui prévoient détenir leurs placements de moyen à long terme (minimum de cinq à sept ans).

## ÉQUILIBRÉ

CATÉGORIE D'ACTIF	REPÈRE	FOUR-CHETTE	DERNIER TRIMESTRE	RECOM. ACTUELLES
ESPÈCES ET QUASI-ESPÈCES	5 %	0-15 %	4,0 %	4,0 %
REVENU FIXE	40 %	20-60 %	38,0 %	38,0 %
TOTAL – ESPÈCES ET REVENU FIXE	45 %	30-60 %	42,0 %	42,0 %
ACTIONS CANADIENNES	20 %	10-30 %	20,6 %	20,6 %
ACTIONS AMÉRICAINES	20 %	10-30 %	20,7 %	21,0 %
ACTIONS INTERNATIONALES	12 %	5-25 %	12,1 %	12,1 %
MARCHÉS ÉMERGENTS	3 %	0-10 %	4,6 %	4,3 %
TOTAL – ACTIONS	55 %	40-70 %	58,0 %	58,0 %
		RENDEMENT	VOLATILITÉ	
MOYENNE SUR 35 ANS		9,6 %	8,8 %	
MOYENNE DES 12 DERNIERS MOIS		13,5 %	4,8 %	

Le portefeuille Équilibré convient aux investisseurs qui recherchent un équilibre entre la croissance du capital à long terme et la préservation du capital, et qui cherchent accessoirement à obtenir un modeste revenu. Ils doivent être prêts à accepter de modestes variations de la valeur de leurs placements. Plus de la moitié du portefeuille est habituellement consacrée à une combinaison d'actions canadiennes, américaines et internationales. Ce profil convient aux investisseurs qui prévoient conserver leurs placements de moyen à long terme (minimum de cinq à sept ans).

## CROISSANCE

CATÉGORIE D'ACTIF	REPÈRE	FOUR-CHETTE	DERNIER TRIMESTRE	RECOM. ACTUELLES
ESPÈCES ET QUASI-ESPÈCES	5 %	0-15 %	4,0 %	4,0 %
REVENU FIXE	25 %	5-40 %	22,7 %	22,7 %
TOTAL – ESPÈCES ET REVENU FIXE	30 %	15-45 %	26,7 %	26,7 %
ACTIONS CANADIENNES	25 %	15-35 %	25,7 %	25,7 %
ACTIONS AMÉRICAINES	25 %	15-35 %	25,7 %	26,1 %
ACTIONS INTERNATIONALES	16 %	10-30 %	15,6 %	15,6 %
MARCHÉS ÉMERGENTS	4 %	0-10 %	6,3 %	5,9 %
TOTAL – ACTIONS	70 %	55-85 %	73,3 %	73,3 %
		RENDEMENT	VOLATILITÉ	
MOYENNE SUR 35 ANS		9,7 %	10,9 %	
MOYENNE DES 12 DERNIERS MOIS		17,7 %	5,7 %	

Les investisseurs du profil Croissance privilégient la croissance à long terme aux dépens de la préservation du capital et d'un revenu régulier. Ils peuvent accepter de fortes variations de la valeur de leurs placements. Ce portefeuille investit principalement dans une combinaison diversifiée d'actions canadiennes, américaines et internationales, et convient aux investisseurs qui prévoient investir à long terme (minimum de sept à dix ans).

## CROISSANCE DYNAMIQUE

CATÉGORIE D'ACTIF	REPÈRE	FOUR-CHETTE	DERNIER TRIMESTRE	RECOM. ACTUELLES
ESPÈCES ET QUASI-ESPÈCES	5 %	0-15 %	2,0 %	2,7 %
REVENU FIXE	0 %	0-10 %	0,0 %	0,0 %
TOTAL – ESPÈCES ET REVENU FIXE	5 %	0-20 %	2,0 %	2,7 %
ACTIONS CANADIENNES	35 %	20-50 %	35,5 %	35,3 %
ACTIONS AMÉRICAINES	30 %	15-45 %	30,6 %	30,9 %
ACTIONS INTERNATIONALES	22,5 %	10-35 %	22,9 %	22,5 %
MARCHÉS ÉMERGENTS	7,5 %	0-15 %	9,0 %	8,6 %
TOTAL – ACTIONS	95 %	80-100 %	98,0 %	97,3 %
		RENDEMENT	VOLATILITÉ	
MOYENNE SUR 35 ANS		9,9 %	13,6 %	
MOYENNE DES 12 DERNIERS MOIS		24,1 %	7,5 %	

Les investisseurs du profil Croissance dynamique recherchent une croissance à long terme optimale plutôt que la préservation du capital et un revenu régulier. Ils peuvent accepter de très fortes variations de la valeur de leurs placements. Le portefeuille est presque entièrement investi dans les actions et met l'accent sur les actions mondiales. Ce profil de placement ne convient qu'aux investisseurs qui ont une très grande tolérance au risque et qui prévoient conserver leurs placements à long terme (minimum de sept à dix ans).

# RENDEMENT DES MARCHÉS FINANCIERS

## Milos Vukovic, MBA, CFA

Vice-président et chef, Politique de placement  
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

Entre le 1<sup>er</sup> septembre 2013 et le 30 novembre 2013, le dollar américain a gagné du terrain par rapport au yen et au dollar canadien, mais il s'est replié par rapport à la livre sterling et à l'euro. Le dollar américain s'est apprécié de 0,9 % par rapport au dollar canadien et de 4,3 % par rapport au yen. Le dollar américain s'est replié de 5,3 % comparativement à la livre sterling et de 2,7 % par rapport à la devise européenne commune. Au cours de la période de 12 mois terminée le 30 novembre 2013, le dollar américain a bondi de 24,2 % par rapport au yen après que le Japon eut pris des mesures énergiques pour mettre fin à des années de déflation. Le dollar américain a aussi grimpé de 6,9 % par rapport au dollar canadien. Le dollar américain a toutefois cédé 4,3 % contre l'euro et 2,1 % contre la livre sterling pendant la période de 12 mois.

La plupart des marchés de titres à revenu fixe ont progressé pendant les trois derniers mois, celui de l'Europe affichant un gain important et celui du Japon étant le seul marché non canadien à enregistrer des pertes en dollars américains. L'indice global des obligations Barclays Capital, une mesure générale du rendement des titres américains à revenu fixe, a gagné 1,4 % dans la foulée du rebond général des obligations, qui ont subi une vente massive durant l'été. Les obligations japonaises, représentées par l'indice Citigroup des obligations d'État japonaises, ont perdu 2,9 %, principalement en raison du recul du yen par rapport au dollar américain. Les obligations européennes ont pour leur part enregistré un gain de 5,9 % selon l'indice mondial d'obligations

gouvernementales Citigroup – Europe, ayant profité de l'optimisme entourant le début du redressement des économies de l'Espagne, de l'Italie et des autres pays périphériques. L'indice obligataire universel DEX du Canada a progressé de 0,5 %.

Tous les grands marchés boursiers ont enregistré une nette progression au cours des trois derniers mois sur fond d'amélioration des données économiques, spécialement en Europe, et en raison de la nomination de la conciliante Janet Yellen pour diriger la Réserve fédérale américaine. Au niveau régional, l'indice de rendement global MSCI Europe a fini au premier rang grâce à un rendement de 13,1 % ; il est suivi par le S&P 500, qui a enregistré un gain de 11,2 %. En Europe, l'indice MSCI Allemagne a grimpé de 19,8 %, l'indice MSCI France, de 12,9 %, l'indice MSCI R.-U., de 10,4 %. L'indice MSCI Japon a pour sa part avancé de 10,0 %. Pendant la période de 12 mois, l'indice MSCI Japon a devancé toutes les régions, ayant gagné 32,8 %. L'Europe a été menée par l'indice MSCI Allemagne, qui a progressé de 33,0 %, puis par l'indice MSCI France (28,7 %) et l'indice MSCI R.-U. (19,9 %). L'indice S&P 500 a quant à lui gagné 30,3 % pendant la période de 12 mois. L'indice S&P 400, un paramètre de mesure du rendement du marché américain à moyenne capitalisation, a grimpé de 10,6 % au cours des trois derniers mois et de 32,3 % pour la période de 12 mois. L'indice S&P 600, qui mesure la performance des sociétés à petite capitalisation, a quant à lui progressé de 15,0 % pendant le trimestre et de 43,9 % sur douze mois. L'indice composé S&P/TSX a grimpé de

5,7 % pendant le trimestre, dépassant le gain de 4,9 % affiché par l'indice S&P/TSX de titres de sociétés à petite capitalisation. Il est cependant à la traîne de l'indice S&P/TSX 60 à grande capitalisation, qui a progressé de 6,0 %. Au cours de la dernière année, l'indice de référence canadien a gagné 5,6 %. L'indice MSCI Marchés émergents a grimpé de 10,0 % au dernier trimestre et de 3,7 % pour la période de 12 mois. Les actions de croissance ont surclassé les titres de valeur : l'indice de croissance Russell 3000 a progressé de 12,3 % pendant le trimestre et l'indice de valeur Russell 3000 a gagné 10,3 %. Les actions de valeur ont toutefois le dessus sur les actions de croissance pour la période de 12 mois, ayant grimpé de 32,4 % contre 30,8 % pour l'indice de croissance.

Les secteurs des actions mondiales ont tous monté pendant le trimestre qui a pris fin le 30 novembre 2013. Le secteur des services de télécommunications, en hausse de 13,8 %, s'est le plus illustré. Les produits industriels et la consommation discrétionnaire lui ont emboîté le pas en enregistrant des hausses respectives de 13,5 % et de 13,3 %. Les secteurs ayant obtenu les résultats les moins reluisants sont les services publics (en hausse de 6,2 %), l'énergie (en hausse de 6,5 %) et les matières (en hausse de 8,0 %). Sur la période de 12 mois, les secteurs de la consommation discrétionnaire, des soins de santé et des produits industriels ont produit les meilleurs résultats, tandis que les matières, les services publics et l'énergie ont obtenu les pires rendements.

TAUX DE CHANGE						
PÉRIODES TERMINÉES LE 30 NOVEMBRE 2013						
	USD courant	3 mois (%)	Cumul ann. (%)	1 an (%)	3 ans (%)	5 ans (%)
USD–CAD	1,0622	0,88	6,95	6,94	1,15	(3,02)
USD–EUR	0,7361	(2,71)	(2,85)	(4,27)	(1,50)	(1,32)
USD–GBP	0,6109	(5,32)	(0,74)	(2,12)	(1,68)	(1,20)
USD–JPY	102,4400	4,34	18,09	24,25	6,98	1,38

Nota : Les changements ci-dessus sont présentés en dollars US

CANADA								
PÉRIODES TERMINÉES LE 30 NOVEMBRE 2013								
	USD					CAD		
<i>Marchés des titres à revenu fixe : rendement global</i>	3 mois (%)	Cumul ann. (%)	1 an (%)	3 ans (%)	5 ans (%)	3 mois (%)	1 an (%)	3 ans (%)
Indice obligataire global DEX	0,45	(7,21)	(7,33)	2,95	8,76	1,34	(0,90)	4,14

ÉTATS-UNIS								
PÉRIODES TERMINÉES LE 30 NOVEMBRE 2013								
	USD					CAD		
<i>Marchés des titres à revenu fixe : rendement global</i>	3 mois (%)	Cumul ann. (%)	1 an (%)	3 ans (%)	5 ans (%)	3 mois (%)	1 an (%)	3 ans (%)
Citigroup US	0,82	(1,80)	(2,20)	2,55	2,96	1,71	4,59	3,74
Indice de rend. global des oblig. de Barclays Capital	1,38	(1,47)	(1,61)	3,09	5,33	2,28	5,22	4,28

MONDIAL								
PÉRIODES TERMINÉES LE 30 NOVEMBRE 2013								
	USD					CAD		
<i>Marchés des titres à revenu fixe : rendement global</i>	3 mois (%)	Cumul ann. (%)	1 an (%)	3 ans (%)	5 ans (%)	3 mois (%)	1 an (%)	3 ans (%)
Citigroup WGBI	2,29	(1,47)	(1,71)	3,10	4,93	3,19	5,12	4,29
Citigroup WGBI – Europe	5,89	4,54	6,59	7,00	6,34	6,82	13,99	8,24
Citigroup Japon	(2,87)	(12,95)	(17,55)	(4,20)	0,98	(2,01)	(11,83)	(3,10)

CANADA								
PÉRIODES TERMINÉES LE 30 NOVEMBRE 2013								
	USD					CAD		
<i>Marchés des actions : rendement global</i>	3 mois (%)	Cumul ann. (%)	1 an (%)	3 ans (%)	5 ans (%)	3 mois (%)	1 an (%)	3 ans (%)
S&P/TSX composé	5,74	3,59	5,62	2,92	14,34	6,67	12,95	4,11
S&P/TSX 60	6,03	4,00	6,04	3,17	13,07	6,96	13,40	4,36
S&P/TSX petites capitalisations	4,90	(2,04)	0,31	(4,06)	18,44	5,83	7,28	(2,96)

ÉTATS-UNIS								
PÉRIODES TERMINÉES LE 30 NOVEMBRE 2013								
	USD					CAD		
<i>Marchés des actions : rendement global</i>	3 mois (%)	Cumul ann. (%)	1 an (%)	3 ans (%)	5 ans (%)	3 mois (%)	1 an (%)	3 ans (%)
S&P 500	11,16	29,12	30,30	17,73	17,60	12,15	39,34	19,09
S&P 400	10,56	29,50	32,33	16,92	22,30	11,54	41,52	18,27
S&P 600	15,01	39,30	43,90	20,79	22,46	16,02	53,89	22,18
Russell 3000 Valeur	10,25	29,48	32,36	17,95	16,58	11,23	41,55	19,31
Russell 3000 Croissance	12,25	30,59	30,83	17,56	20,39	13,24	39,91	18,91
NASDAQ indice composé	13,09	34,46	34,87	17,57	21,46	14,09	44,23	18,93

Nota : Tous les taux de rendement pour les périodes supérieures à 1 an sont annualisés.

Sources : Bloomberg/MSCI

MONDIAL								
PÉRIODES TERMINÉES LE 30 NOVEMBRE 2013								
	USD					CAD		
<i>Marchés des actions : rendement global</i>	3 mois (%)	Cumul ann. (%)	1 an (%)	3 ans (%)	5 ans (%)	3 mois (%)	1 an (%)	3 ans (%)
MSCI Monde*	11,05	24,05	26,38	13,37	15,27	11,45	34,70	14,52
MSCI EAEO*	11,85	20,97	24,84	10,46	13,42	12,26	33,05	11,58
MSCI Europe*	13,10	22,49	25,94	12,05	14,02	13,51	34,22	13,19
MSCI Pacifique*	9,47	18,22	23,07	7,88	12,55	9,86	31,17	8,97
MSCI R.-U.*	10,37	17,45	19,88	12,28	14,83	10,77	27,77	13,42
MSCI France*	12,90	24,29	28,74	10,86	11,45	13,31	37,21	11,99
MSCI Allemagne*	19,76	27,81	32,95	13,61	15,98	20,19	41,70	14,76
MSCI Japon*	9,96	26,16	32,84	7,96	9,17	10,36	41,58	9,05
MSCI marchés émergents*	10,04	(1,17)	3,66	0,70	16,87	10,44	10,48	1,72

SECTEURS D' ACTIONS MONDIAUX								
PÉRIODES TERMINÉES LE 30 NOVEMBRE 2013								
	USD					CAD		
<i>Secteur : rendement global</i>	3 mois (%)	Cumul ann. (%)	1 an (%)	3 ans (%)	5 ans (%)	3 mois (%)	1 an (%)	3 ans (%)
Énergie	6,52	14,74	15,64	8,82	9,81	6,90	23,25	9,92
Matières	8,00	1,12	5,53	0,15	13,29	8,39	12,47	1,16
Industrie	13,50	27,97	32,17	13,86	17,48	13,91	40,86	15,01
Consommation non essentielle	13,34	36,44	39,85	19,20	24,38	13,75	49,05	20,41
Consommation de base	8,53	20,39	18,84	15,92	15,73	8,93	26,66	17,10
Soins de santé	11,77	34,91	35,42	22,16	17,81	12,18	44,33	23,40
Services financiers	12,05	25,59	31,14	13,04	13,07	12,45	39,76	14,19
Technologie de l'information	11,94	23,46	24,12	13,09	18,77	12,34	32,28	14,23
Services de télécommunications	13,76	28,09	27,65	13,13	12,66	14,17	36,05	14,28
Services publics	6,20	12,18	13,67	4,99	3,95	6,58	21,15	6,06

\* Déduction faite des impôts

Nota : Tous les taux de rendement pour les périodes supérieures à 1 an sont annualisés.

Sources : Bloomberg/MSCI

# REGARD SUR LES PLACEMENTS MONDIAUX

**Eric Lascelles**

Économiste en chef  
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

**Daniel E. Chornous, CFA**

Chef des placements  
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

**John Richards**

Analyste, Actions mondiales  
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

## Les réformes structurelles à l'avant-scène

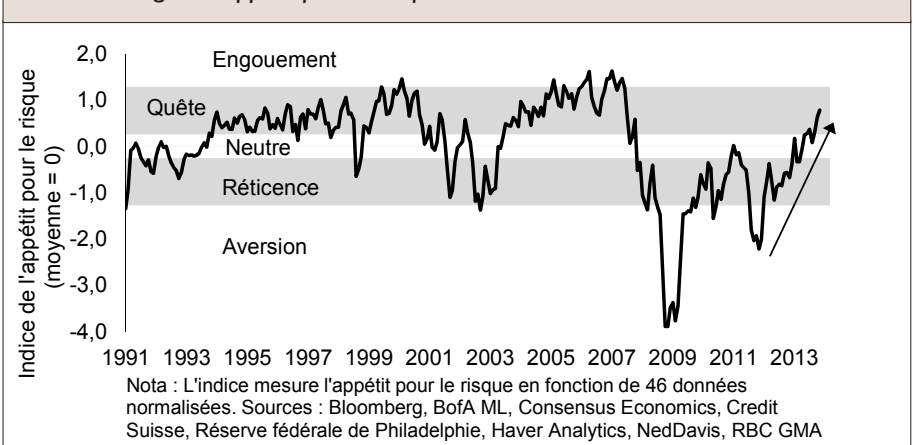
La normalisation s'est poursuivie tant dans l'économie mondiale que sur les marchés financiers, grâce à la diminution des mesures d'austérité budgétaire, au regain d'appétit pour le risque et à d'audacieuses réformes structurelles visant à rechercher de nouvelles sources de croissance économique.

L'austérité budgétaire est de moins en moins nécessaire, puisque les déficits sont moins inquiétants et que la pression des marchés s'est dissipée. Les autorités peuvent donc lever certaines restrictions mises en place au cours des dernières années. Ce changement est probablement le facteur de croissance économique le plus puissant et le plus fiable. À lui seul, il ajoutera 0,75 point de pourcentage à la croissance des pays développés en 2014 par rapport à 2013.

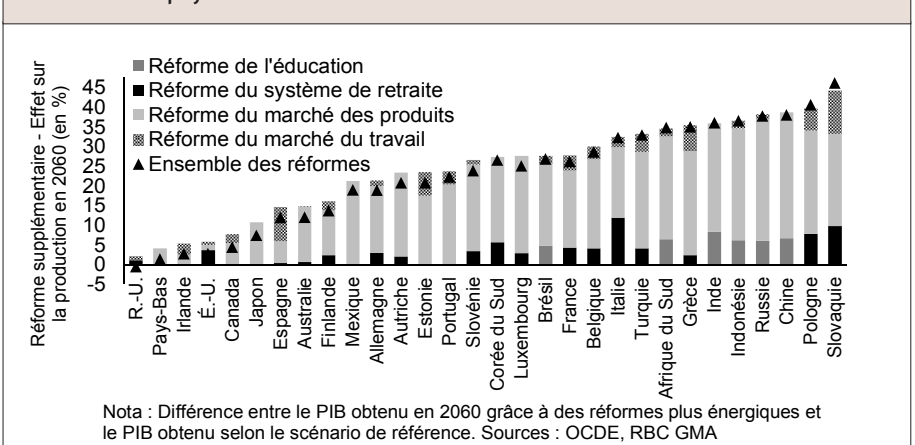
L'appétit pour le risque est de nouveau en hausse et se situe actuellement au niveau de la « recherche de risque » (figure 1). Il devrait entraîner une augmentation de l'embauche, des investissements des entreprises et de l'entrepreneuriat au cours de l'année à venir. Il incite déjà les investisseurs à accroître leurs placements en actifs à risque, comme les actions.

Après s'être longtemps concentrés sur deux des trois aspects de la politique publique, soit les volets budgétaire et monétaire, les décideurs mondiaux commencent à s'engager plus

**FIGURE 1. Regain d'appétit pour le risque**



**FIGURE 2. Les pays bénéficieront des réformes structurelles**



volontiers sur la troisième voie, celle des réformes structurelles. Ce n'est pas vraiment une nouveauté. En effet, de telles réformes sont entreprises dans les pays de la périphérie de l'Europe depuis plusieurs années. Elles semblent cependant sur le point d'atteindre une masse critique.

Ainsi, le Japon a évoqué la possibilité d'adopter des plans audacieux à plusieurs reprises et nous sommes optimistes quant à leur mise en œuvre. Et surtout, la Chine vient d'annoncer une série de mesures sans précédent destinées à freiner le ralentissement de son économie. D'autres pays

émergents, notamment le Mexique, choisissent également cette option. Les retombées positives semblent prometteuses, compte tenu de l'abandon des règles et des pratiques sclérosantes (figure 2).

Les actions ont manifestement profité de l'amélioration de la conjoncture économique et les valorisations ont progressé vers leurs normes historiques. Les gains antérieurs des taux obligataires se sont maintenus pour la même raison et aussi à cause de la réorientation prochaine de la politique monétaire, que la Réserve fédérale américaine a clairement signalée.

### Les tendances macroéconomiques demeurent assez encourageantes

Passons maintenant des thèmes de grande envergure à un sujet plus terre à terre, les tendances à court terme. Selon les indicateurs économiques avancés, la croissance économique devrait être légèrement supérieure à la normale. Ce changement sera bienvenu, étant donné que l'activité tourne généralement au ralenti depuis plusieurs années (figure 3).

Les données économiques ne dépassent pas les attentes aussi souvent que pendant l'été, mais cela s'explique essentiellement par une hausse des prévisions et non par un recul des données elles-mêmes. Les analystes ont eu raison de prévoir que la hausse des taux (figure 4) et la paralysie du gouvernement américain auraient une incidence limitée et que la chute des prix du gaz combinée à l'avancée des prix des actifs serait bénéfique.

FIGURE 3. Distribution des indicateurs économiques mensuels

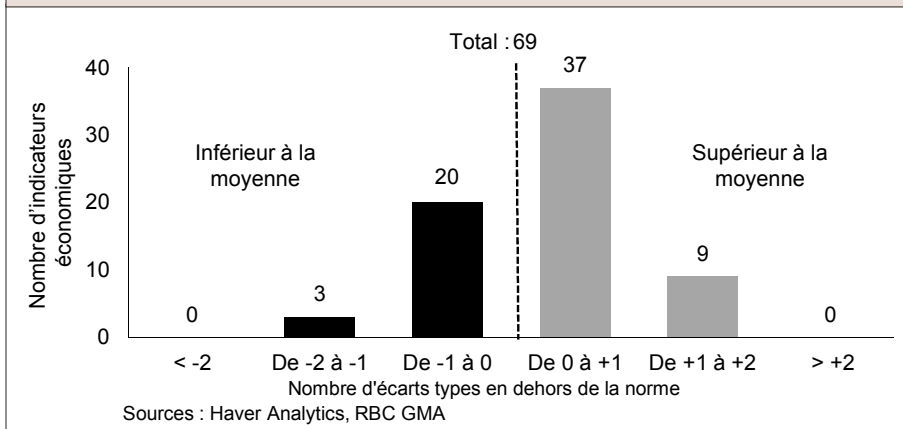
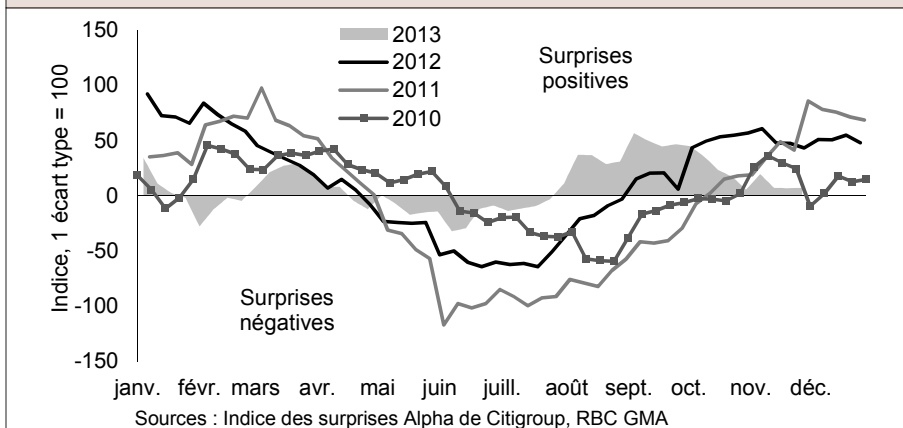


FIGURE 4. Forte hausse des taux des obligations américaines



FIGURE 5. Les surprises saisonnières de 2013 ne sont pas synchronisées



Maintenant que les données et les prévisions concordent, une tendance à laquelle on pouvait se fier auparavant s'estompe : de 2010 à 2012, les données économiques se sont avérées étonnamment faibles durant l'été et étonnamment vigoureuses durant l'hiver. L'économie n'a pas été plus anémique que prévu cet été ni plus dynamique cet hiver (du moins, pas encore) (figure 5). Nous avons deux avis à ce sujet. D'un côté, cela signifie que nous ne pouvons plus automatiquement compter sur une amélioration du climat économique au cours des prochains mois. De l'autre, cela indique que les prévisions économiques sont plus exactes.

### De nouvelles prévisions

Les résultats supérieurs des pays développés par rapport aux marchés émergents représentent l'un des principaux thèmes du dernier trimestre. L'écart s'est légèrement resserré, car les marchés émergents ont commencé à tirer profit du redressement du commerce mondial (figure 6). Malgré tout, les prévisions générales concernant le PIB ont continué d'augmenter pour les pays développés et de reculer pour les pays émergents au cours des trois derniers mois (figure 7), comme elles le font depuis le début de 2013.

Nos propres prévisions économiques devancent cette tendance : nous voyons depuis longtemps d'un œil favorable les perspectives des États-Unis et du Japon, tandis que nos pronostics sont inférieurs à ceux des analystes pour les marchés émergents. Ce trimestre-ci, nous allons encore plus loin en ajoutant le Royaume-Uni à la liste des pays qui, selon nous,

FIGURE 6. Le secteur manufacturier mondial est en phase d'expansion

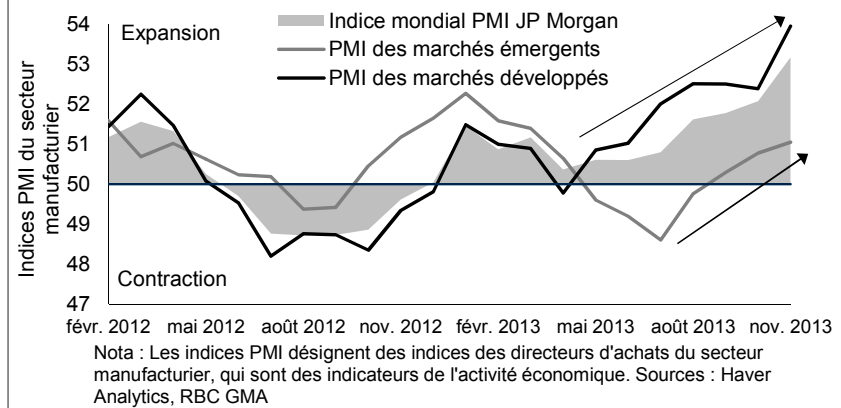


FIGURE 7. Les prévisions pour les pays développés et les marchés émergents continuent d'aller dans deux directions opposées

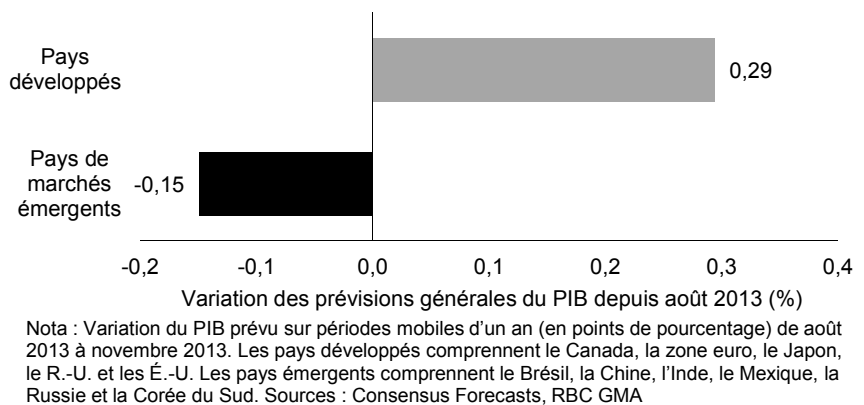
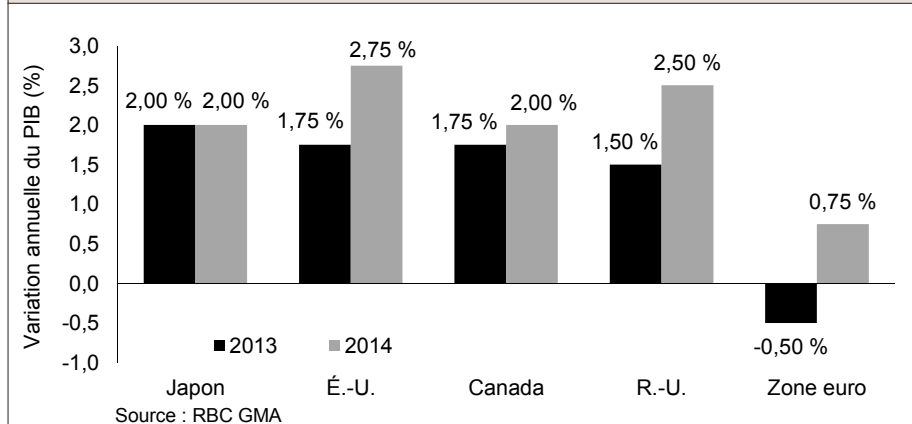


FIGURE 8. Croissance du PIB des pays développés prévue par RBC GMA



connaîtront la plus forte croissance en 2014 (figure 8), et en révisant de nouveau à la baisse nos prévisions pour la plupart des pays émergents (figure 9).

Tout compte fait, le rythme de la croissance des pays développés devrait doubler en 2014 (la croissance du PIB réel passant de 1 % à 2 %). Parallèlement, malgré les réductions répétées des prévisions, la situation des marchés émergents devrait s'améliorer en 2014 par rapport à une année 2013 extrêmement morose. Globalement, le PIB mondial devrait afficher la plus forte progression des trois dernières années.

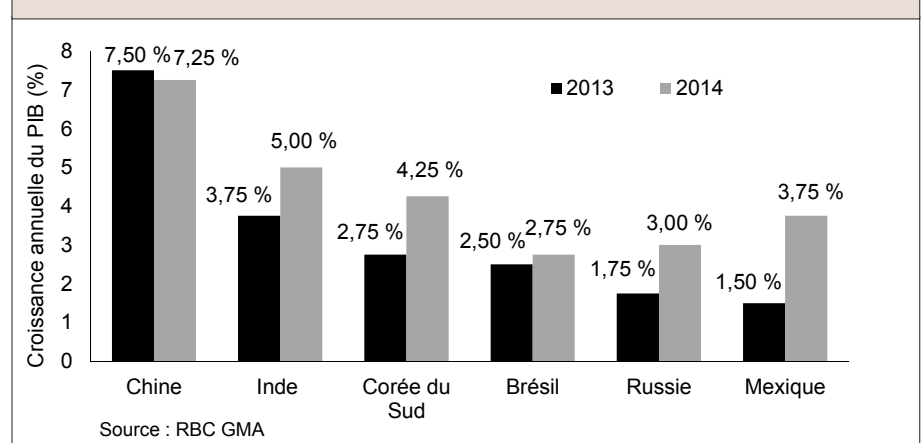
## Les risques politiques

Comme c'est le cas depuis plusieurs années, les risques politiques constituent une menace réelle, quoique peu dangereuse, pour la trajectoire économique que nous prévoyons.

En ce qui concerne les marchés émergents, les élections prévues en 2014 entravent les réformes économiques impopulaires mais nécessaires en Inde, en Indonésie et au Brésil. Par conséquent, ces pays affichent le potentiel de hausse le plus faible pour 2014, et ce sera le cas jusqu'à ce qu'ils mettent de côté les considérations populistes préélectorales.

Dans le monde développé, les problèmes sont variés. En Europe, le principal risque demeure l'impopularité de l'austérité budgétaire et des réformes structurelles qui l'accompagnent. En général, les gouvernements en place appuient ces mesures, mais les élus ont

FIGURE 9. Prévision du PIB des marchés émergents par RBC GMA



perdu une grande partie du soutien de la population et des élections déclenchées à l'improviste pourraient porter au pouvoir les partis d'opposition sceptiques.

Aux États-Unis, les querelles entre républicains et démocrates ont entraîné une paralysie du gouvernement pendant 17 jours en octobre et ont failli faire échouer les négociations sur le plafond de la dette, alors que les élections de mi-mandat se dérouleront à l'automne 2014.

Même si la situation de ces deux régions n'a rien d'idéal, les problèmes ne sont peut-être pas aussi grands qu'on pourrait le croire à première vue. Dans le cas de l'Europe, les discours de l'opposition sont peut-être plus virulents que ses actions. Depuis la crise de la dette, chaque fois qu'un parti d'opposition a accédé au pouvoir dans les pays de la périphérie de l'Europe, il a agi de façon pragmatique, abandonnant la rhétorique agressive pour adopter les réformes exigées par le FMI. Par conséquent, les répercussions

d'une élection précipitée pourraient être nettement moins graves qu'on l'imaginait au départ, et la probabilité d'un changement politique diminue depuis que l'Europe réussit à dégager une croissance positive.

Aux États-Unis, nous estimons que la paralysie du gouvernement n'a retransché que 0,4 point de pourcentage au PIB du quatrième trimestre de 2013 (figure 10). De plus, durant le mois de la paralysie, les ventes au détail et la création d'emplois ont enregistré de solides résultats.

D'autre part, les États-Unis sont sans doute plus éloignés d'une éventuelle défaillance que le débat sur le plafond de la dette ne le porte à croire (figure 11). N'oublions pas que les menaces de défaillance sont surtout des arguments brandis lors des débats et que la pression politique exercée sur les politiciens devient insoutenable bien avant que la défaillance ait lieu. Il est important d'en tenir compte, car le plafond de la dette devra être rehaussé de nouveau au cours du premier semestre.

Sur la scène géopolitique, la situation s'est légèrement apaisée en Syrie et en Iran, grâce aux ententes sur le désarmement ébauchées avec les pays occidentaux. En revanche, les tensions entre la Chine et le Japon se sont intensifiées à propos des îles Senkaku/Diaoyu que les deux pays revendiquent, tandis que l'Ukraine et la Thaïlande sont ébranlées par des manifestations politiques monstres.

### Les États-Unis en tête du peloton

Les données sur l'économie américaine vont de satisfaisantes à bonnes. Le PIB a enregistré un bond non négligeable de 3,6 % au troisième trimestre de 2013. Il n'affichera probablement pas un gain aussi important au dernier trimestre de l'année, car la hausse des taux d'intérêt freine les ventes de logements (figure 12) et les conséquences de la paralysie du gouvernement érodent la croissance.

Néanmoins, il y a lieu de croire que l'économie se raffermira en 2014. Les répercussions initiales de la hausse des taux sont négatives sans être catastrophiques. Nous estimons qu'elle abaisse la croissance annuelle du PIB de 0,2 % à 0,3 %. Quant au marché du logement américain, il présente toujours un fort potentiel de hausse malgré les récents soubresauts. L'accessibilité s'est détériorée, mais demeure excellente (figure 13). La construction reste inférieure aux normes démographiques et la part des maisons dont la valeur nette est négative diminue de façon satisfaisante, tout comme celle des saisies.

FIGURE 10. Répercussions de la paralysie sur le PIB

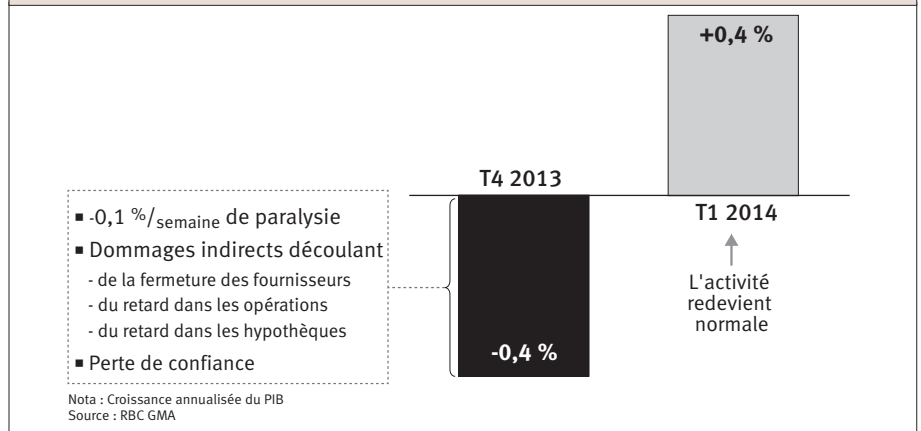


FIGURE 11. Protections contre le plafond de la dette

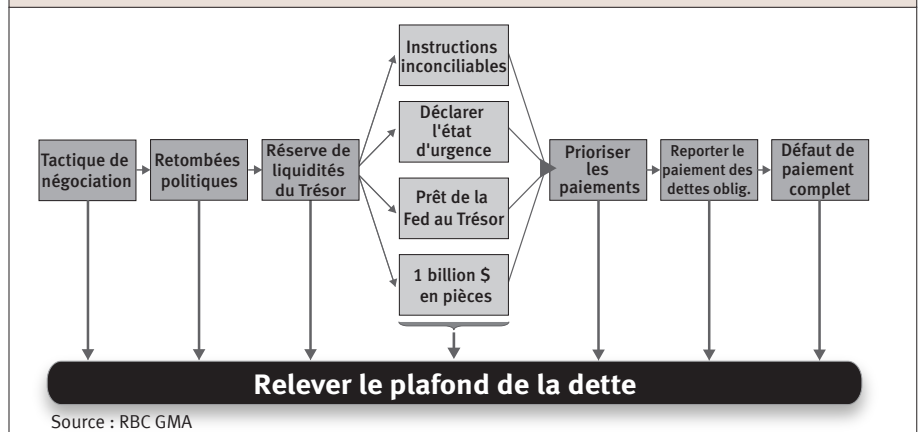
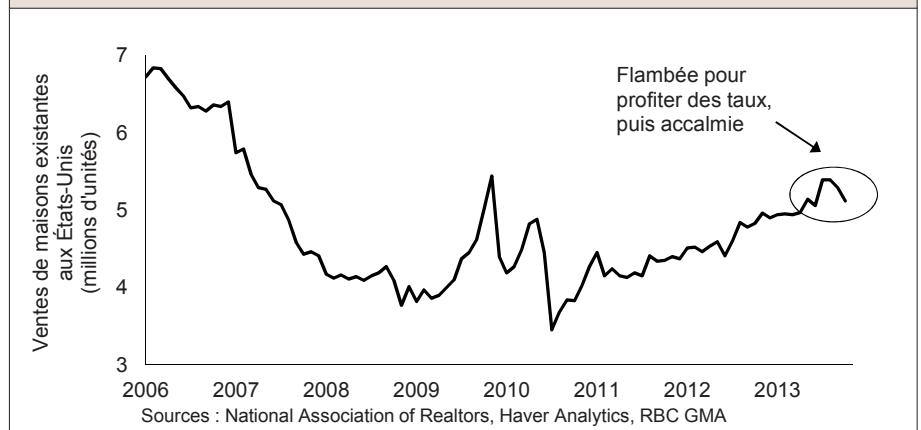


FIGURE 12. Évolution saccadée du marché américain du logement



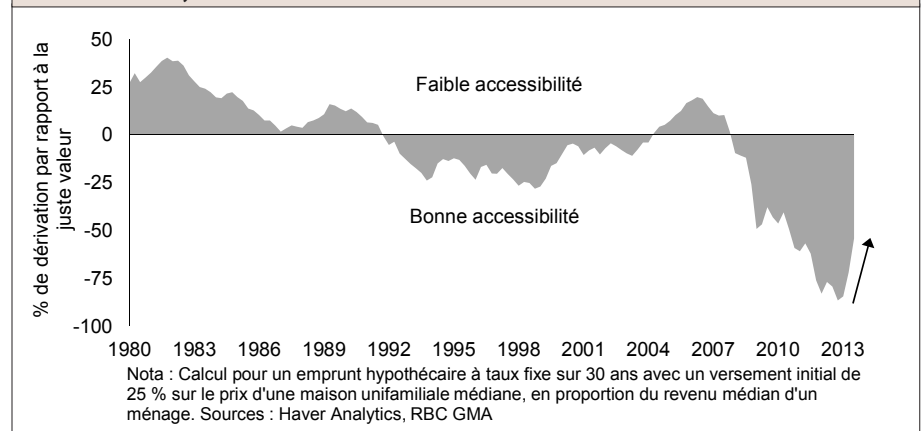
En ce qui concerne la consommation, les ménages ont mis fin à leur désendettement il y a un an, une fois que leurs bilans ont retrouvé leur position d'avant la crise. Dans un premier temps, les effets de ces progrès ont été annulés par la hausse substantielle de l'impôt sur le revenu en janvier 2013, qui a temporairement plombé les dépenses. Cependant, cet obstacle commence à disparaître. Autrement dit, la demande des États-Unis conserve un énorme potentiel de hausse, si l'on en croit la faiblesse des dépenses consacrées au logement et aux automobiles (figure 14).

Parallèlement, l'allègement des compressions budgétaires pourrait davantage stimuler la croissance des États-Unis que celle de tout autre pays. Les compressions seront allégées d'un point de pourcentage en 2014 et, par conséquent, la croissance du PIB pourrait atteindre 2,75 % contre seulement 1,75 % en 2013. L'économie américaine pourrait donc être sur le point d'émerger après cinq années de marasme. Si cela se produit, nous assisterons probablement à une envolée du dollar américain.

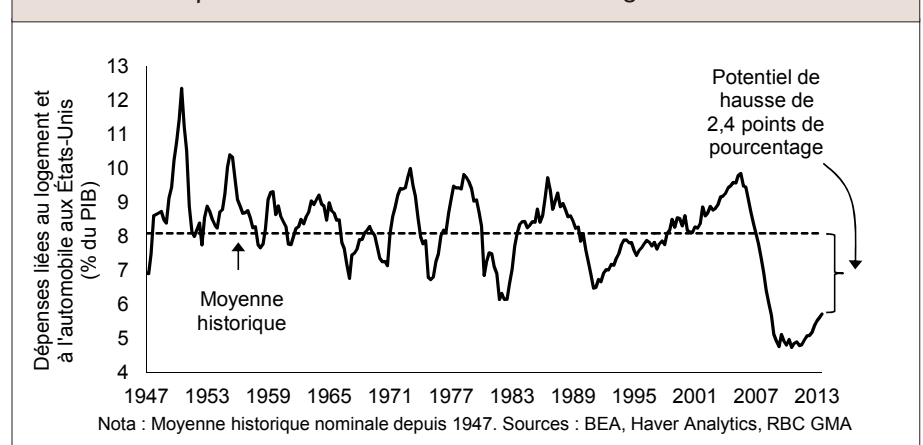
## Le calendrier de réduction de l'assouplissement quantitatif

La Réserve fédérale a pris note de l'amélioration de la conjoncture économique. Cette année, elle a donc commencé à envisager une réduction de son programme d'achats d'obligations hypothécaires et d'obligations d'État destiné à relancer l'économie (connu sous le nom d'assouplissement quantitatif). Les signaux qui déclencheront cette décision ne sont plus aussi clairs depuis que la Réserve fédérale a pris

**FIGURE 13. L'accessibilité au marché immobilier américain diminue, mais est toujours bonne**



**FIGURE 14. Bon potentiel de croissance des marchés du logement et de l'automobile**



le monde par surprise en septembre en laissant son programme inchangé. Cependant, nous sommes d'avis que la réduction commencera à la fin de 2013 ou au début de 2014. Par contre, aucune hausse des taux directeurs à court terme ne devrait avoir lieu avant plusieurs années (figure 15).

Les deux mandats officiels de la Réserve fédérale concernent le marché de l'emploi et l'inflation. Une grande incertitude entoure le premier. Le taux de chômage officiel a nettement fléchi et s'approche du seuil que la Réserve

fédérale s'était fixé pour retirer ses mesures de stimulation. Toutefois, elle a réalisé après coup qu'une grande partie de cette baisse était artificielle et attribuable à une part croissante de personnes qui abandonnent leurs recherches d'emploi et au vieillissement de la population (figure 16). Des progrès ont lieu, mais pas aussi rapidement que l'indiquaient les premières données.

En ce qui concerne le second mandat, l'inflation est assez basse. La hausse des prix devrait s'accélérer un peu

en 2014, mais sans dépasser 1,5 %. En conclusion, compte tenu de ces deux mandats, la diminution de la stimulation monétaire n'a rien de pressant. Néanmoins, la Réserve fédérale semble préoccupée par la taille de ses achats d'obligations et les procès-verbaux de ses récentes réunions montrent qu'elle souhaite commencer à les réduire bientôt. L'entrée en fonction de la nouvelle présidente, Janet Yellen, ne devrait pas changer grand-chose à cet égard. M<sup>me</sup> Yellen semble encline à se montrer conciliante, mais elle ne le sera pas forcément davantage que l'actuel président Bernanke.

Une fois que la Réserve fédérale aura enclenché la réduction de ses mesures de relance, nous devrions observer plusieurs effets (figure 17). Les taux obligataires pourraient monter de nouveau, bien que la majeure partie de ce redressement ait déjà eu lieu en prévision de cette décision. À court terme, les actions ne devraient en tirer aucun avantage, mais comme la Réserve fédérale agira en prévision d'une amélioration de la croissance économique, cette dernière devrait finir par leur être favorable. Les marchés émergents les plus vulnérables, notamment ceux qui présentent un déficit du compte courant substantiel, pourraient connaître une nouvelle fuite des capitaux et son lot de conséquences.

Quel que soit l'avenir de l'assouplissement quantitatif, il est évident que l'économie américaine et la Réserve fédérale distancent le peloton des pays développés. Par conséquent, les États-Unis jouiront probablement d'une croissance

FIGURE 15. É.-U. – Taux des fonds fédéraux  
Fourchette d'équilibre

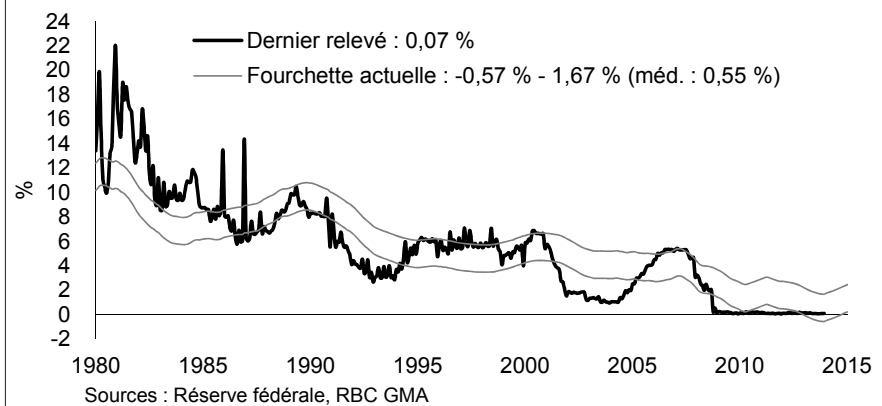


FIGURE 16. Le taux de chômage est encore anormalement élevé aux États-Unis

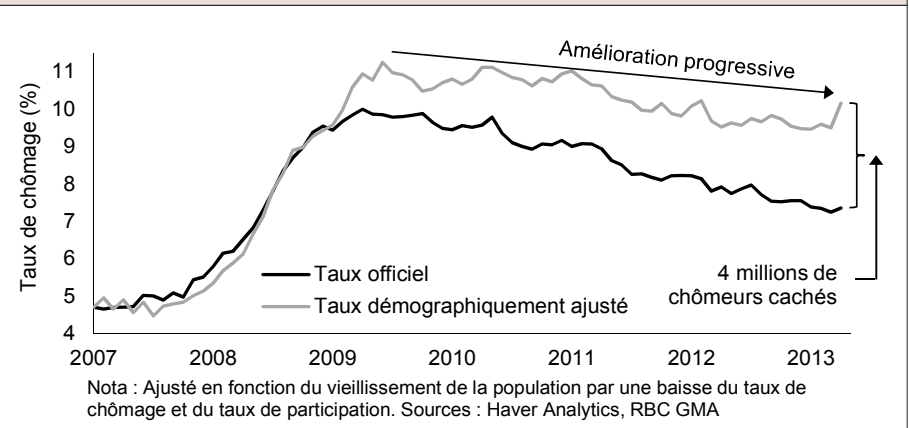


FIGURE 17. Incidence de la diminution des mesures d'assouplissement quantitatif

**RÉPERCUSSIONS DE LA RÉDUCTION**



- Hausse des taux des obligations
- Appréciation du dollar américain
- Actions
  - Liquidation initiale
  - Reprise à moyen terme
- Ralentissement de l'économie
- Réverbérations sur les marchés émergents
- Révèle les excès de crédit

supérieure accompagnée de taux obligataires relativement plus élevés.

## Le Japon s'efforce de stimuler la croissance

Les efforts déployés par le Japon pour sortir d'une période de 20 ans de stagnation constituent une fascinante étude de cas économique. Trois facteurs pourraient contribuer à son succès.

Premièrement, le Japon possède désormais la stabilité politique requise. Alors qu'un nouveau premier ministre entrait en fonction presque chaque année lors de décennies de dysfonctionnements politiques, le Japon jouit actuellement d'un premier ministre très populaire, Shinzo Abe, d'une majorité qualifiée à la chambre basse de la Diète et d'une vaste majorité à la chambre haute. Le gouvernement a donc la capacité d'agir.

Deuxièmement, le Japon tire parti de l'expérience des autres. Le pays a observé les mesures massives de stimulation budgétaire et monétaire adoptées dans d'autres pays développés au cours des cinq dernières années. Il a également pu évaluer les résultats des grandes réformes structurelles en cours dans les pays de la périphérie de l'Europe.

Troisièmement, le pays est décidé à agir. La dette publique colossale et la montée en puissance de la Chine incitent le premier ministre du Japon à préconiser des réformes et le gouverneur de la banque centrale à adopter une attitude conciliante (figure 18). Ensemble, ils sont suffisamment déterminés pour mettre en œuvre des réformes audacieuses.

FIGURE 18. Japon : taux à un jour  
Fourchette d'équilibre

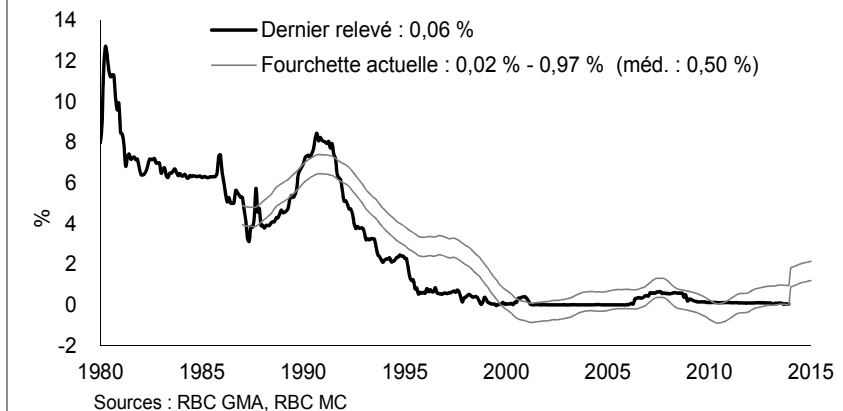
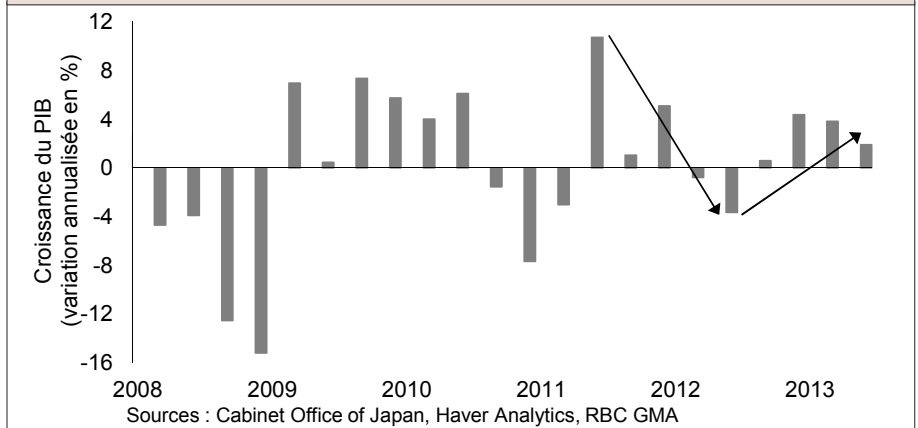


FIGURE 19. L'économie japonaise sur la voie de la reprise



Il est important de savoir ce qu'on pourrait qualifier de « réussite ». Compte tenu des données démographiques inquiétantes du Japon, l'accélération durable de la croissance du PIB de 0,5 % à un taux de l'ordre de 1,5 % serait considérée comme une victoire économique. Dans l'immédiat, la stimulation monétaire et budgétaire considérable renforcera la croissance en 2014 (figure 19) et nous incite à relever nos prévisions pour le PIB du Japon au-delà de celles des analystes, soit à 2 %.

Le Japon sera-t-il en mesure de maintenir un rythme aussi rapide ? Pour cela, le gouvernement devra entreprendre les bonnes réformes structurelles, c'est-à-dire celles qui permettront de dynamiser la croissance économique du pays en permanence. D'autre part, l'avenir économique du Japon dépend en grande partie de la signature éventuelle, au cours des prochains mois, de l'accord de libre-échange du partenariat transpacifique, d'autant plus que la nouvelle taxe sur les ventes prévue pour 2014 plombra l'activité.

Plusieurs indices témoignent d'un changement d'attitude qui pourrait aider les Japonais à sortir de leur longue apathie : le recul du yen, le taux d'inflation de base le plus élevé en 15 ans combiné à une hausse des anticipations inflationnistes (figure 20), le regain de confiance des petites entreprises et le rebond du marché du logement (figure 21).

### La zone euro émerge de la récession

La zone euro mérite des éloges pour avoir récemment mis fin à deux années de récession éprouvantes (figure 22). Plusieurs raisons expliquent cette embellie.

La plus importante est l'apaisement de la crise de la dette souveraine. Les coûts d'emprunt des pays de la périphérie de l'Europe ont nettement baissé (figure 23) et la compétitivité remonte. De façon générale, les consommateurs reprennent confiance, les mesures d'austérité budgétaire diminuent et la recapitalisation des banques est bien avancée.

La Banque centrale européenne (BCE) a également contribué aux progrès en offrant un filet de sécurité crédible pour le marché obligataire, en alimentant les banques en liquidités et, récemment, en abaissant son taux directeur (figure 24). Des mesures de stimulation monétaire additionnelles sont envisageables si le chômage ne recule pas plus rapidement et si l'inflation demeure trop basse (figure 25).

Néanmoins, le rythme de la reprise économique est limité en grande partie parce que la confiance

FIGURE 20. Prévisions d'une hausse de l'inflation au Japon

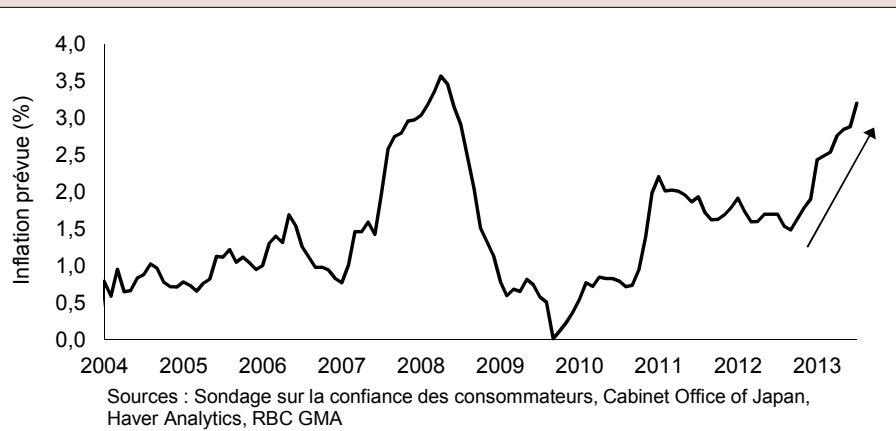


FIGURE 21. Les entreprises japonaises progressent

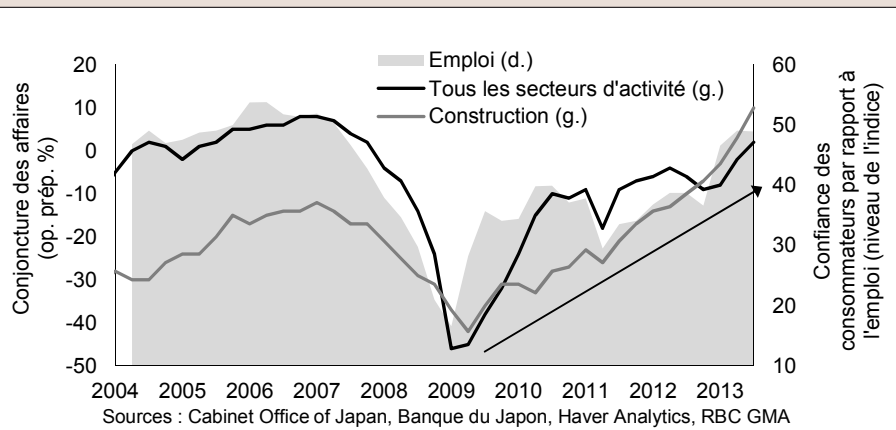
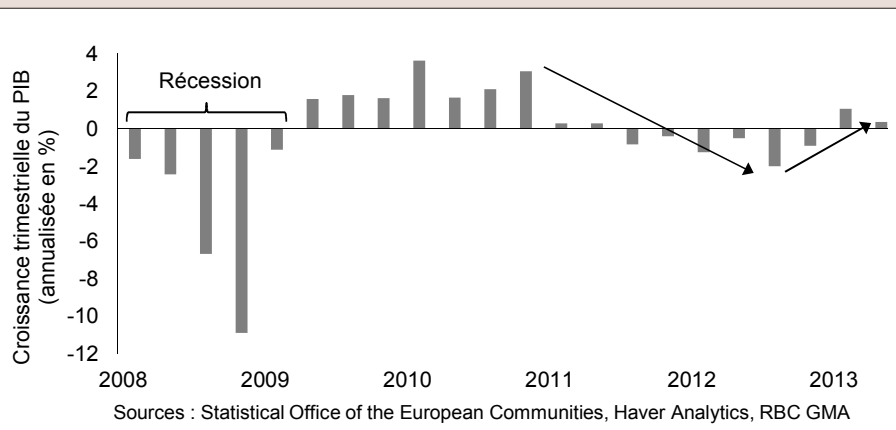


FIGURE 22. La zone euro sort de la récession



demeure fragile, l'austérité est encore pénible et la situation des banques reste précaire. À première vue, la construction en Espagne semble être revenue à la normale (figure 26). Toutefois, un excédent record de logements avait été construit durant les années de prospérité et il faudra du temps au marché pour l'absorber. En outre, la force de l'euro persiste. Par conséquent, bien que nous ayons relevé nos prévisions du PIB de la zone euro à 0,75 % pour 2014, celles-ci restent inférieures aux projections générales.

Malgré les améliorations constatées, la zone euro est encore vulnérable :

- D'après les sondages, les Chypriotes estiment que leur situation serait meilleure si leur pays ne faisait pas partie de l'Union européenne. Il en ressort qu'il reste un risque (faible) d'effondrement de l'UE.
- Le contexte politique demeure problématique. En Grèce et au Portugal, la population ne soutient plus les gouvernements et des élections précipitées pourraient suspendre la mise en œuvre de plans d'austérité et de réformes indispensables.
- Les sociétés portugaises et espagnoles sont affaiblies, puisqu'une part inhabituellement élevée de leurs bénéfices est consacrée au remboursement de leurs dettes.
- Les banques de la zone euro sont encore aux prises avec un volume considérable de prêts non rentables (figure 27). Même si la plupart font l'objet d'un provisionnement, des pertes

FIGURE 23. Thermomètre de l'Europe

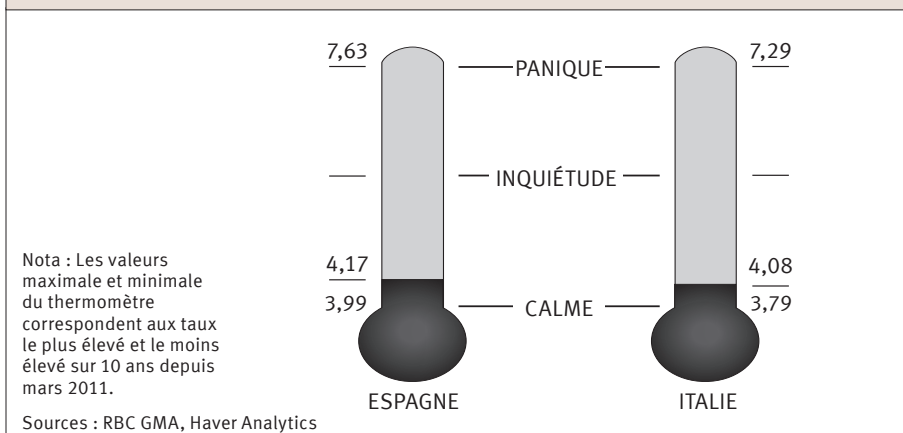


FIGURE 24. Zone euro : taux des prises en pension Fourchette d'équilibre

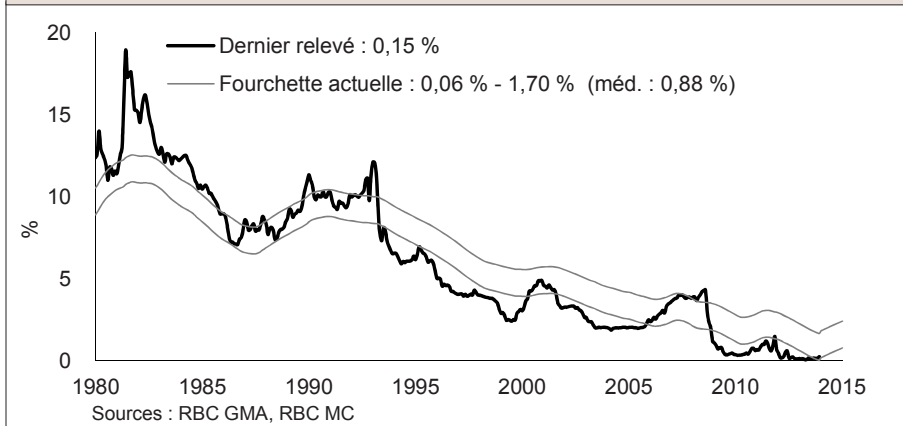
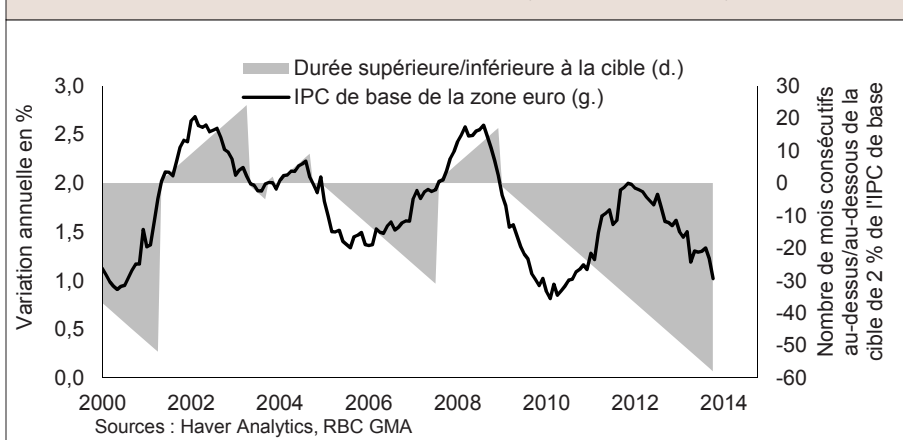


FIGURE 25. L'IPC de la zone euro est hors cible depuis un certain temps



additionnelles sont possibles. Par conséquent, les banques pourraient, à juste titre, hésiter à prêter tant que cette menace persiste.

Ces risques ont déjà un peu diminué et devraient continuer de se dissiper à mesure que la zone euro renoue avec la croissance. Il faut cependant retenir que la région présente de grandes disparités sur le plan économique. En ce qui concerne le marché, les valorisations des actions demeurent assez attrayantes, dans la mesure où les investisseurs peuvent tolérer une certaine volatilité.

### Le Royaume-Uni affiche une croissance étonnamment forte

Le retour à la croissance de l'économie du Royaume-Uni s'est fait avec une rapidité impressionnante (figure 28), et ce, grâce à plusieurs facteurs. La stabilisation de la zone euro a donné un coup de pouce aux exportations britanniques. Les banques du Royaume-Uni semblent avoir mis fin à leur désendettement et accordent de plus en plus de prêts. Ces éléments, ainsi que les mesures spéciales du dernier budget visant à intensifier les achats de résidences, ont entraîné une hausse notable sur le marché du logement. Le marché de l'emploi a fait preuve d'une solidité surprenante avant même le raffermissement de l'économie, apportant ainsi un important soutien à la consommation.

La Banque d'Angleterre a également joué un rôle positif en maintenant de faibles taux (figure 29), en augmentant son bilan et en s'engageant à annoncer l'orientation future de sa politique. Grâce à l'appréciation future du dollar

FIGURE 26. La construction résidentielle se normalise en Espagne

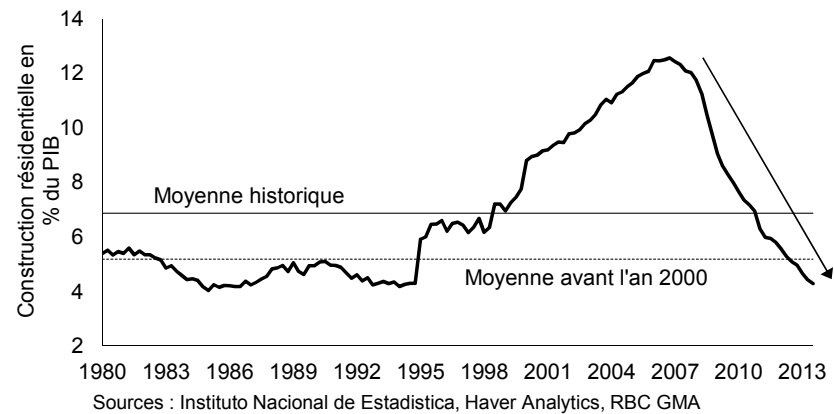


FIGURE 27. Le secteur bancaire européen est encore plutôt vulnérable

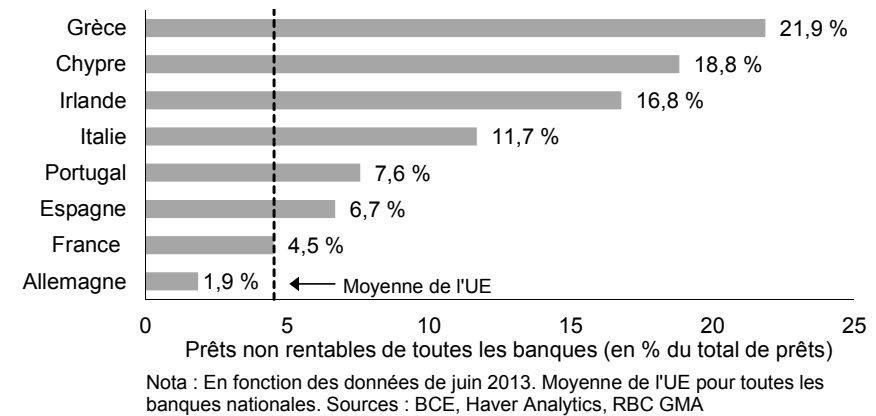
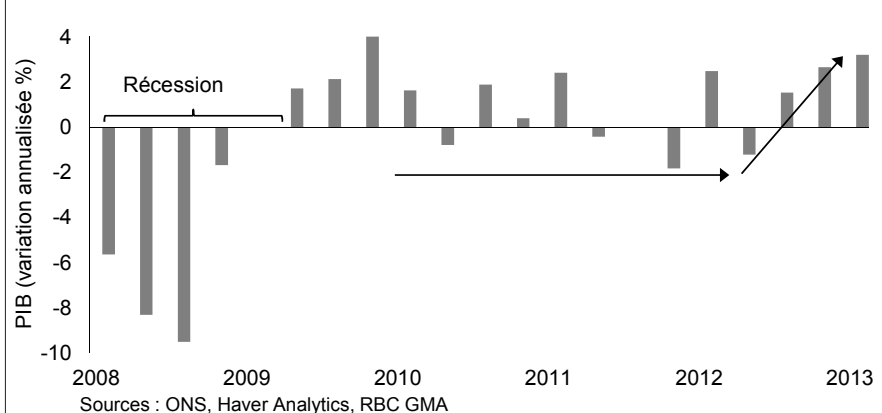


FIGURE 28. Le R.-U. dans une récession en deux temps



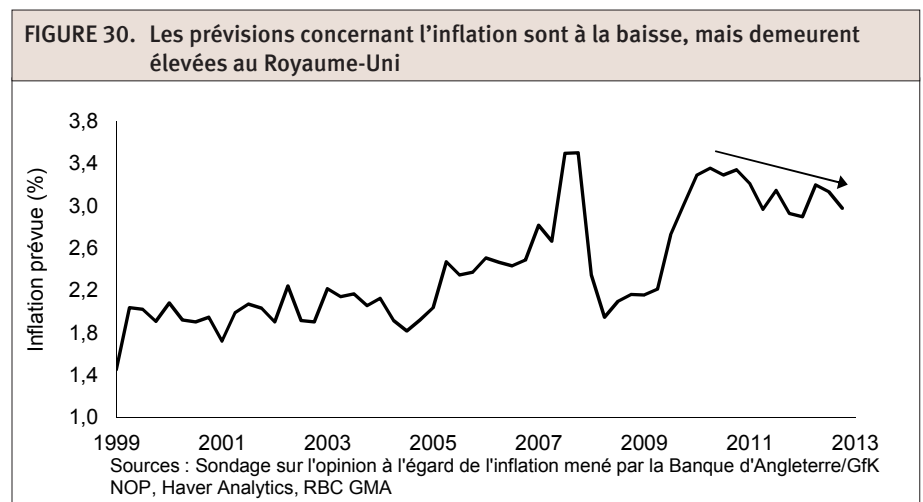
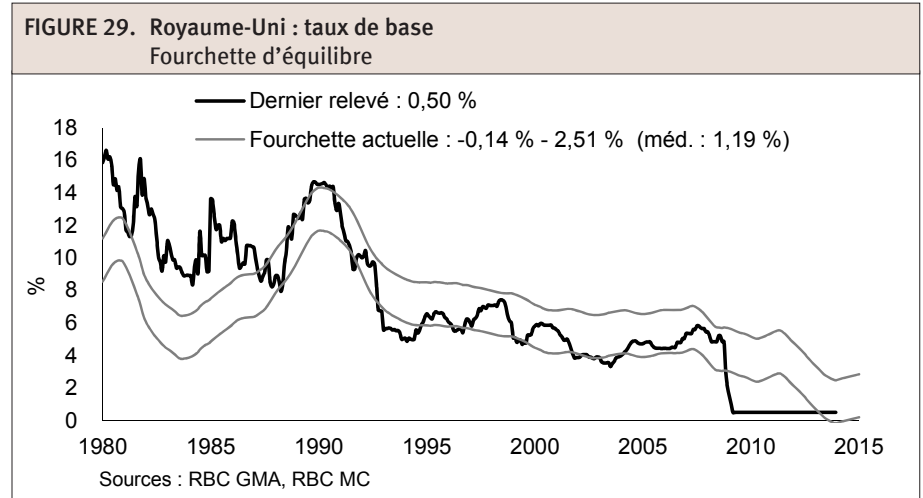
américain, la récente hausse de la livre devrait ralentir. Compte tenu de ces améliorations et des indicateurs avancés encourageants, nous avons relevé nos prévisions de croissance du PIB du Royaume-Uni pour 2014 de 2,0 % à 2,5 % ; ce serait la plus forte croissance depuis 2007.

Bien entendu, divers risques et problèmes persistent. Tout d'abord, l'austérité budgétaire restreint considérablement les perspectives de croissance. L'inflation reste élevée et les anticipations inflationnistes sont actuellement si hautes (figure 30) que nous prévoyons un taux d'inflation de 2,5 % l'an prochain. En ce qui concerne les risques, la modification de la réglementation de l'UE pourrait provoquer une vague d'immigration en provenance de la Roumanie et de la Bulgarie en 2014. Le Royaume-Uni connaîtrait alors une envolée soudaine des dépenses relatives aux programmes sociaux et du chômage, ainsi qu'une modération des salaires. D'autre part, le référendum sur l'indépendance de l'Écosse, prévu pour l'automne prochain, suscite également des incertitudes. Les sondages indiquent, pour le moment, que la sécession n'aura pas lieu.

### Le Canada fait preuve de résistance jusqu'à présent

L'économie canadienne s'est montrée plus résistante que prévu : les résultats du troisième trimestre sont excellents et, d'après de nombreux indicateurs avancés, la croissance devrait rester soutenue à court terme.

Toutefois, ces données encourageantes cachent les difficultés actuelles du Canada. Le dernier relevé du PIB est



sans doute gonflé par la hausse des stocks et le rebond qui a suivi la grève de la construction au Québec et les inondations à Calgary. Cependant, à l'avenir, il est peu probable que le pays participe pleinement à la normalisation de la croissance qui aura lieu dans les autres pays développés. Par exemple, en 2014, l'allègement des compressions budgétaires sera beaucoup moins important au Canada qu'aux États-Unis, ce qui limitera l'accélération de l'économie. De plus, comme le montre le déficit important et persistant du compte courant, les

Canadiens ont vécu au-dessus de leurs moyens et ils devront modérer leur train de vie (figure 31).

Le marché du logement canadien reste au centre des préoccupations. Le regain de vitalité des derniers mois contredit l'opinion répandue selon laquelle un fort potentiel de baisse menace les propriétaires. En outre, les diverses mesures prises par le gouvernement dans le but de calmer le marché se sont avérées efficaces uniquement pendant quelques trimestres. Par la suite, leurs effets

ont inévitablement fini par se dissiper. Ce phénomène s'explique peut-être tout simplement par la normalité surprenante des éléments qui appuient le marché du logement. Les mises en chantier et les reventes de maisons ne sont que légèrement élevées. L'accessibilité est raisonnable grâce à la faiblesse des taux hypothécaires (figure 32). La croissance du crédit aux ménages a nettement ralenti, à tel point que l'endettement n'augmente plus.

Cependant, le marché du logement canadien se heurte à deux problèmes. Premièrement, l'accessibilité chutera parallèlement à la hausse des coûts d'emprunt au cours des prochaines années, même s'il est vrai qu'une telle hausse n'est pas pour tout de suite.

Le deuxième problème a des conséquences immédiates : il y a beaucoup trop d'appartements en copropriété actuellement en construction au Canada. Cette situation constitue un rappel inquiétant des excès observés à la fin des années 1980 dans le segment des maisons individuelles (figure 33).

Cette période de construction excessive peut se solder de deux façons : soit les constructeurs mettront l'ensemble des propriétés en vente simultanément et le marché aura de la difficulté à les absorber, ce qui entraînera une baisse des prix, soit les constructeurs freineront leurs activités afin que l'offre progresse à un rythme semblable à celui de la demande. Dans les deux cas, la construction d'appartements en copropriété ne pourra pas maintenir son rythme effréné au cours des prochaines années et contribuera donc moins à la croissance économique.

FIGURE 31. Le solde du compte courant du Canada est négatif

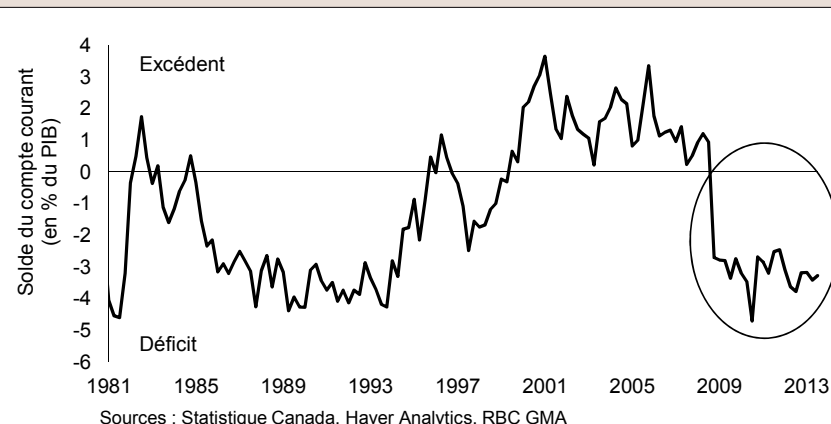


FIGURE 32. Accessibilité à la propriété au Canada

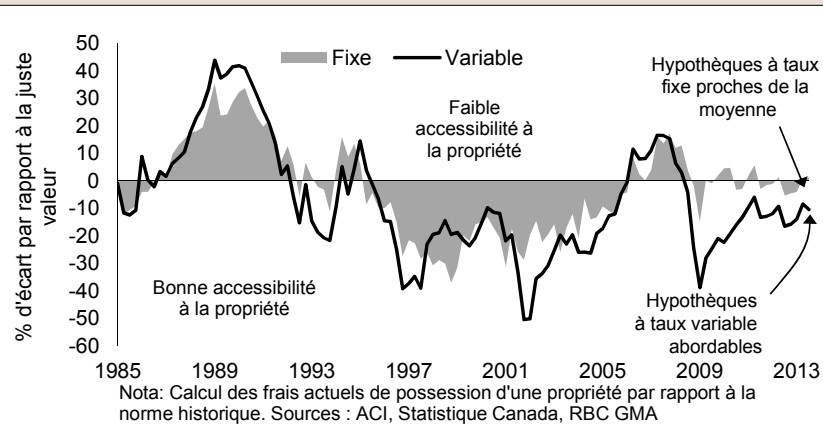
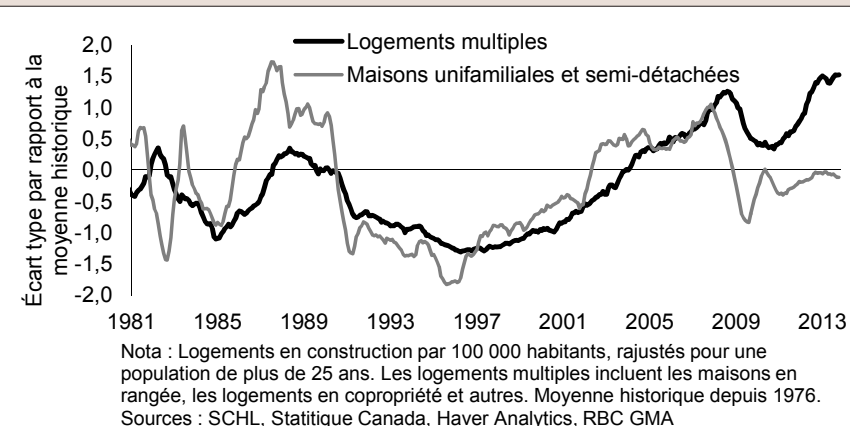


FIGURE 33. Excédent d'immeubles à logements multiples sur le marché canadien



Dans le secteur des ressources, les producteurs mondiaux estiment, en général, qu'ils ont trop investi au cours de la dernière décennie, étant donné que la croissance des marchés émergents a perdu de la vitesse. Les entreprises de ce secteur pourraient donc réduire leurs dépenses, ce qui frappera le Canada de plein fouet. Par ailleurs, le pays peine à tirer pleinement parti des prix élevés des marchandises en raison des goulots d'étranglement bien connus dans les transports.

Naturellement, il y a une lueur d'espoir. Le Canada devrait connaître une forte croissance de ses exportations, à mesure que l'économie américaine reprend de la vigueur. Les autorités ont le mérite de favoriser la croissance à long terme du Canada grâce à des accords de libre-échange, à l'amélioration des règles sur l'immigration, à un système d'assurance-emploi plus juste et à d'autres politiques destinées à accroître la compétitivité.

En tenant compte de tous ces éléments, nous prévoyons que le PIB réel du Canada augmentera de 2,0 % en 2014, soit près d'un point de pourcentage de moins que celui des États-Unis. Pour les Canadiens, la situation pourrait sembler pire que les chiffres ne l'indiquent, étant donné que le repli du huard et des prix des marchandises plombera le revenu intérieur brut (RIB). Cet indicateur reflète plus fidèlement l'allure de l'économie, car il rend compte de l'évolution des prix des marchandises et des taux de change.

FIGURE 34. Le taux de chômage démographiquement ajusté au Canada a déjà atteint son niveau normal

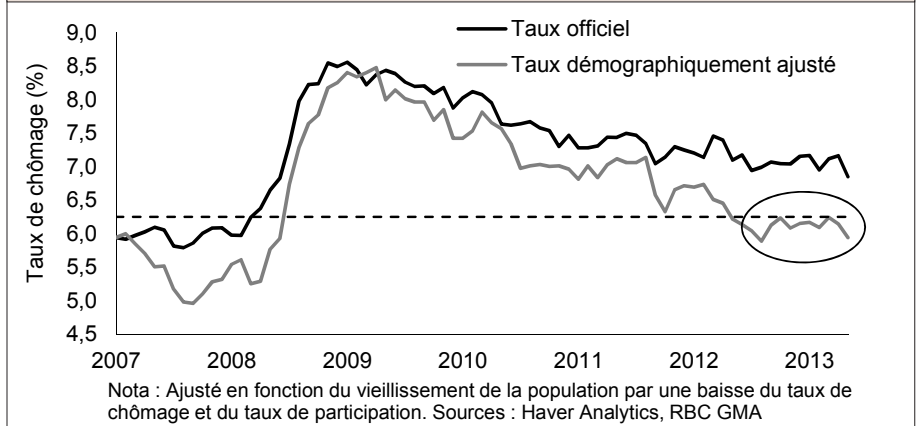
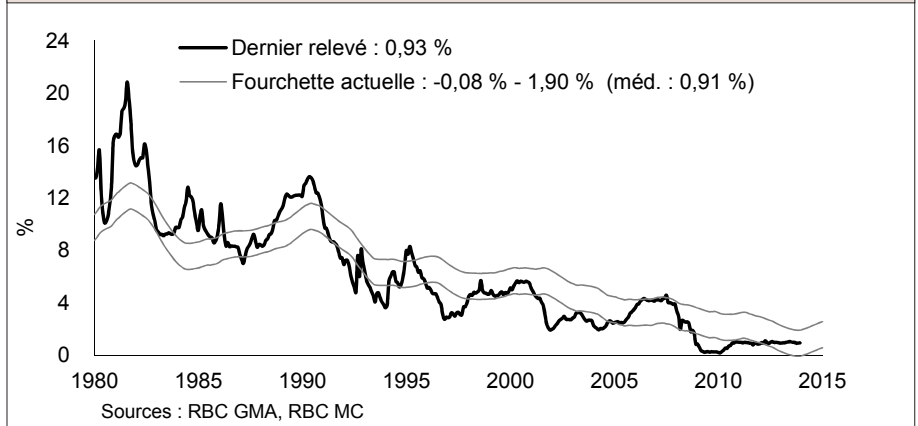


FIGURE 35. Canada : taux à un jour  
Fourchette d'équilibre



Comment la Banque du Canada réagira-t-elle ? D'un côté, nous sommes d'avis que ses prévisions de croissance sont un peu trop optimistes. De l'autre, nos calculs montrent que l'économie canadienne ne présente quasiment plus de capacités excédentaires et, dans ce cas, il n'y a pas lieu de maintenir de faibles taux (figure 34). En fin de compte, ces deux signaux s'annulent en grande partie, de sorte que la Banque du Canada attendra probablement le deuxième semestre de 2015

avant de relever ses taux (figure 35). La récente période d'inflation plus faible que prévu accorde à cet égard un répit à la Banque.

### Les marchés émergents vacillent

En 2013, les économies des marchés émergents n'ont pas été à la hauteur des attentes. Plusieurs éléments expliquent cette piètre performance, notamment la stagnation du commerce mondial et la hausse des taux

d'intérêt, qui a provoqué une fuite des capitaux hors de ces pays. Le cas le plus spectaculaire est celui de l'Inde : sa croissance devrait atteindre seulement 3,75 % en 2013, contre 4 % en 2012, 8 % en 2011 et 11 % en 2010. Le groupe de six marchés émergents que nous suivons (ME6) a connu sa pire année depuis les creux atteints lors de la crise financière.

L'année 2014 devrait être légèrement meilleure, en particulier parce que le cycle du commerce mondial semble remonter grâce à la vigueur des économies développées. Nous prévoyons que la croissance du ME6 passera de 5,0 % en 2013 à 5,5 % l'an prochain.

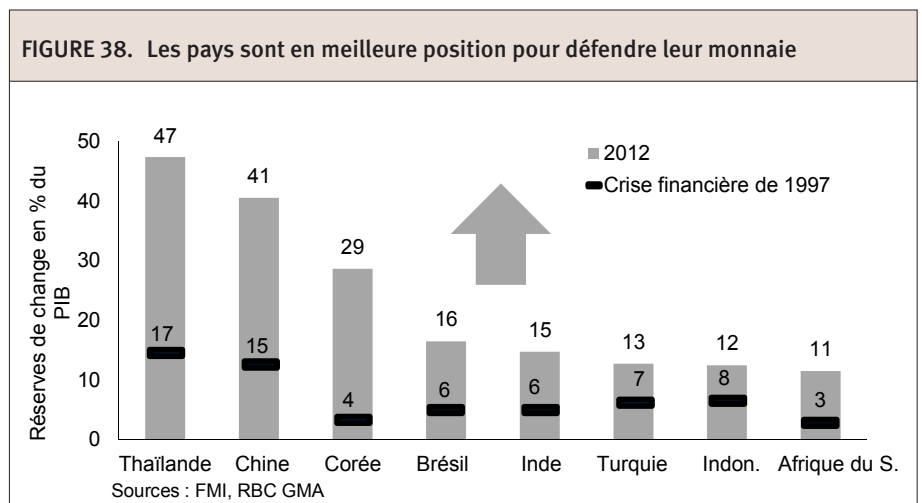
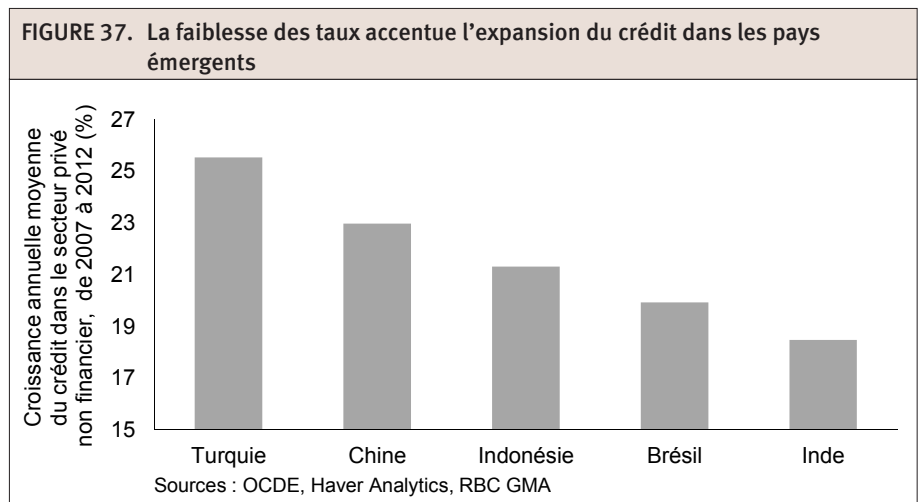
Toutefois, les marchés émergents devront surmonter leur lot de difficultés à moyen terme (figure 36) ; c'est pourquoi nos prévisions demeurent généralement inférieures à celles des analystes. L'avantage procuré par une reprise des échanges commerciaux sera annulé par la direction opposée que semble prendre le cycle du crédit. L'augmentation récente des taux d'intérêt mondiaux met en lumière la rapidité intenable de la croissance du crédit, qui a alimenté de nombreuses économies émergentes au cours des dernières années (figure 37). Le risque d'un embrasement comparable à la crise financière asiatique de 1997 semble négligeable, en grande partie parce que de nombreux pays émergents ont renforcé leurs défenses (figure 38). Toutefois, le déclin de la croissance du crédit limitera grandement l'expansion de l'économie.

D'un point de vue structurel, bon nombre de grands marchés

**FIGURE 36. Principaux problèmes des marchés émergents**

	CYCLIQUES	STRUCTURELS
COMMUNS	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Fluctuations du commerce international</li> <li>▪ Ralentissement du crédit et des liquidités</li> <li>▪ Appétit pour le risque</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Piège des revenus intermédiaires</li> <li>▪ Réformes inadéquates au cours des 10 dernières années</li> </ul>
INDIVIDUELS	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Cycle électoral (Inde, Indonésie, Brésil)</li> <li>▪ Cycle des marchandises (Brésil c. Chine)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Compétitivité (Chine c. Mexique)</li> <li>▪ Démographie (Chine)</li> <li>▪ Protectionnisme (Indonésie, Mexique)</li> </ul>

Source: RBC GAM



émergents pourraient tomber dans le « piège du revenu moyen ». Cela signifie que les taux de croissance économique ont tendance à décélérer à mesure que les pays s'enrichissent, car il leur est de moins en moins possible de se contenter de reproduire les technologies et les processus des autres pays. D'autre part, ils deviennent moins compétitifs avec le temps, puisque les salaires de leurs travailleurs se rapprochent de la norme mondiale.

Enfin, au cours des 15 dernières années, de nombreux pays émergents ont prospéré grâce à une croissance nationale particulièrement forte. Satisfaits de ces résultats, ils ont entrepris peu de réformes structurelles impopulaires mais indispensables, ce qui assombrit leurs perspectives de croissance. Leur croissance étant en perte de vitesse, ils réalisent enfin leur erreur. Ainsi, la Chine vient d'annoncer une série de mesures sans précédent qui permettront d'ouvrir son secteur financier, d'améliorer le marché du crédit, de réduire la prépondérance des sociétés d'État et d'accroître sa population.

D'autres pays suivent l'exemple. Le Mexique tente d'instaurer des changements importants, notamment dans le secteur de l'énergie, qui a longtemps bénéficié d'une protection particulière. Malheureusement, il faut plusieurs années pour réaliser des réformes structurelles et, en attendant, la croissance pourrait être inférieure à la moyenne.

### Pressions désinflationnistes

Dans la majorité des pays développés, l'inflation s'est avérée particulièrement basse cette année (figure 39). Cela

FIGURE 39. L'inflation est faible dans les pays développés

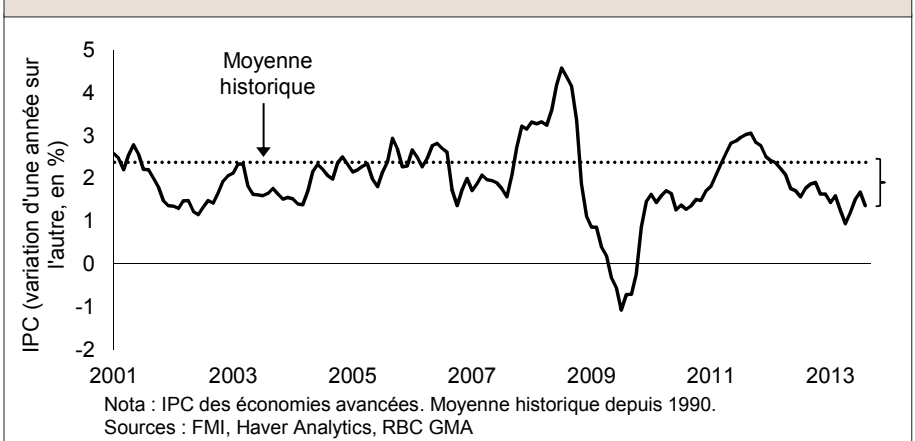
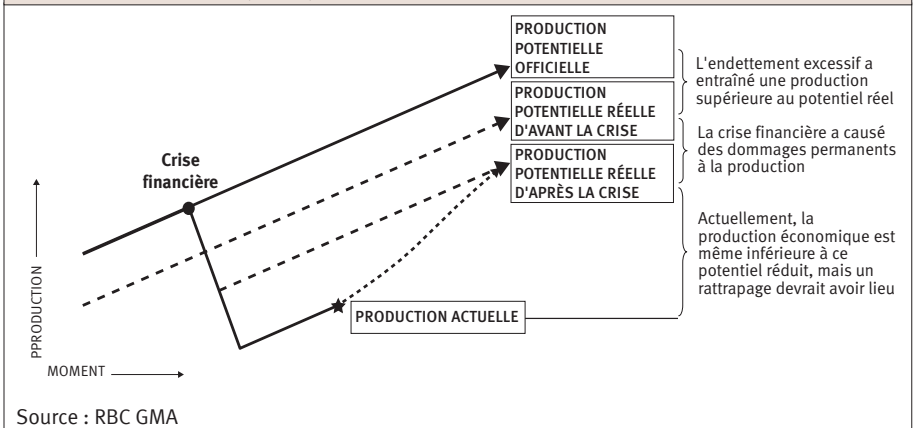


FIGURE 40. Les capacités inutilisées sont moins importantes que ce que pensent les décideurs politiques



s'explique en partie par le fait que la plupart des pays présentent des capacités excédentaires énormes et par la récente faiblesse des prix des marchandises. Toutefois, l'inflation demeure modeste même en tenant compte de ces facteurs. Il est tentant d'affirmer que les autres causes du phénomène sont les effets désinflationnistes du vieillissement de la population, de la mondialisation ou de l'automatisation. À long terme, tous ces éléments ont effectivement une incidence, mais aucun d'entre eux

n'explique véritablement pourquoi l'inflation est aujourd'hui nettement inférieure à ce qu'elle était il y a un an.

Aucune justification ne nous paraissant valable, nous sommes d'avis que cette période d'inflation exceptionnellement basse n'est qu'un à-coup. Nous estimons que les capacités excédentaires de l'économie mondiale sont inférieures à ce que les statistiques indiquent, en raison des dommages structurels importants survenus au cours des cinq dernières années (figure 40).

Il n'y a aucune raison pour que l'inflation reste aussi faible pendant longtemps. Par conséquent, nous entrevoyons une hausse généralisée de l'inflation en 2014 (figure 41), sauf dans la zone euro, essentiellement parce que les effets de la hausse antérieure de la taxe à la consommation se dissipent. Au Japon, l'inflation devrait faire un bond considérable, alors que la progression des anticipations inflationnistes, la stimulation monétaire et la nouvelle taxe à la consommation tirent les prix vers le haut, du moins temporairement. Elle devrait s'approcher de la nouvelle cible de 2 % établie par la Banque du Japon.

## Des politiques monétaires différentes

En général, les pays développés ont fixé des taux directeurs bas et peu d'entre eux sont prêts à les relever, étant donné l'abondance de capacités excédentaires et la faiblesse de l'inflation. Néanmoins, les banques centrales ont adopté des approches différentes.

Bon nombre d'entre elles continuent d'appliquer activement des mesures de stimulation. Ainsi, la BCE vient de réduire son taux directeur à 0,25 % et n'exclut pas de l'abaisser de nouveau. La Banque du Japon met en œuvre un gigantesque programme de stimulation et se réserve le droit de le doubler s'il ne permet pas d'atteindre la nouvelle cible ambitieuse d'inflation.

Techniquement, les États-Unis ont également un plan de relance, sous la forme du programme d'achats d'obligations. Cependant, ce pays se distingue par le fait qu'il a envisagé de réduire ce programme à plusieurs

FIGURE 41. Prévisions de RBC GMA pour l'IPC dans les marchés développés

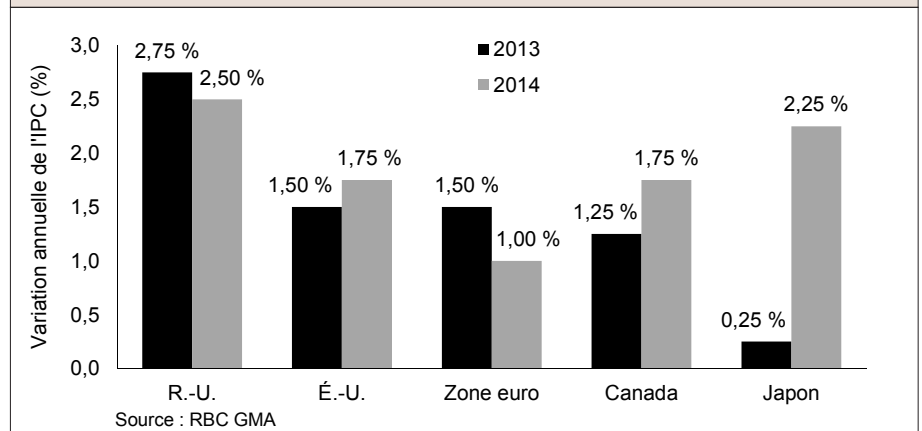
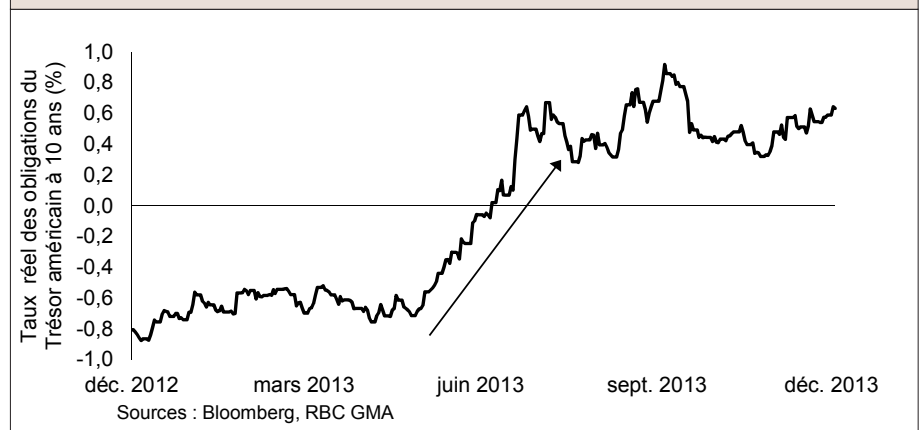


FIGURE 42. Les taux réels ne sont plus négatifs



reprises. On peut donc dire que la Réserve fédérale est en avance sur les autres, même si elle est encore loin de vendre ses obligations ou de rehausser les taux.

La Banque d'Angleterre se situe entre ces deux extrêmes, passant successivement d'un assouplissement à un resserrement. Elle a récemment commencé à annoncer son orientation future afin que sa politique conciliante se reflète dans la portion éloignée de la courbe des rendements. Parallèlement, elle a aussi annoncé

des mesures visant à réduire son soutien dans le domaine des prêts hypothécaires, étant donné que celui-ci se porte mieux.

Les banques centrales des marchés émergents agissent aussi de façon très différente. Leurs politiques ont moins de points communs, car elles doivent respecter des mandats visant à la fois l'économie, l'inflation et la stabilité financière. Comme la plupart de ces banques centrales souhaitent revigorer la croissance économique, elles préfèrent généralement accroître

la stimulation, mais cela leur est souvent impossible. Par exemple, les pays émergents les plus vulnérables se voient obligés d'augmenter les taux pour contrer les fuites de capitaux.

### Stabilisation des taux obligataires

Les taux obligataires ont fortement monté depuis le printemps, mais ils sont restés stables au cours du dernier trimestre, malgré les turbulences. Le niveau actuel des taux obligataires est nettement plus favorable à nos modèles d'évaluation des obligations que l'était le creux du printemps (page 38). Il est également rassurant de constater que les distorsions extrêmes, comme les taux réels négatifs (figure 42) et les primes de terme négatives (figure 43), ont été éliminées.

Au cours des dernières années, les taux obligataires ont évolué bien en deçà de la fourchette de juste valeur. En prenant l'obligation du Trésor américain à dix ans pour indicateur, lorsque les taux obligataires sont tombés sous la barre des 2 %, il est devenu évident que le risque des placements à revenu fixe était lié à une normalisation des taux d'intérêt réels. La figure 44 présente les éléments de notre modèle de juste valeur en décomposant le taux obligataire nominal en une prime d'inflation et un taux « réel ». Depuis la crise financière, l'inflation est restée remarquablement proche du niveau du modèle. En revanche, le taux d'intérêt réel s'est situé près de zéro, soit bien en dessous du point d'équilibre, avant de devenir négatif. Nous nous attendions à ce que les investisseurs commencent à exiger des rendements corrigés de l'inflation positifs, entraînant un retour à la normale des

FIGURE 43. Rebond de la prime de terme (mais elle est encore faible)

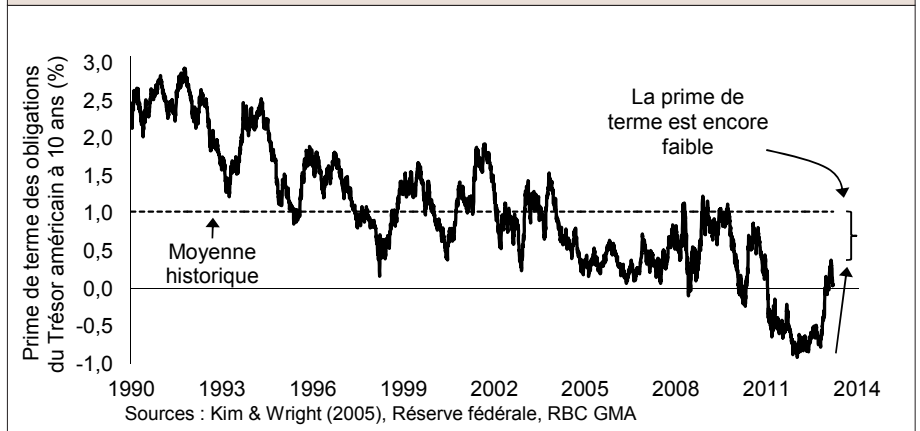
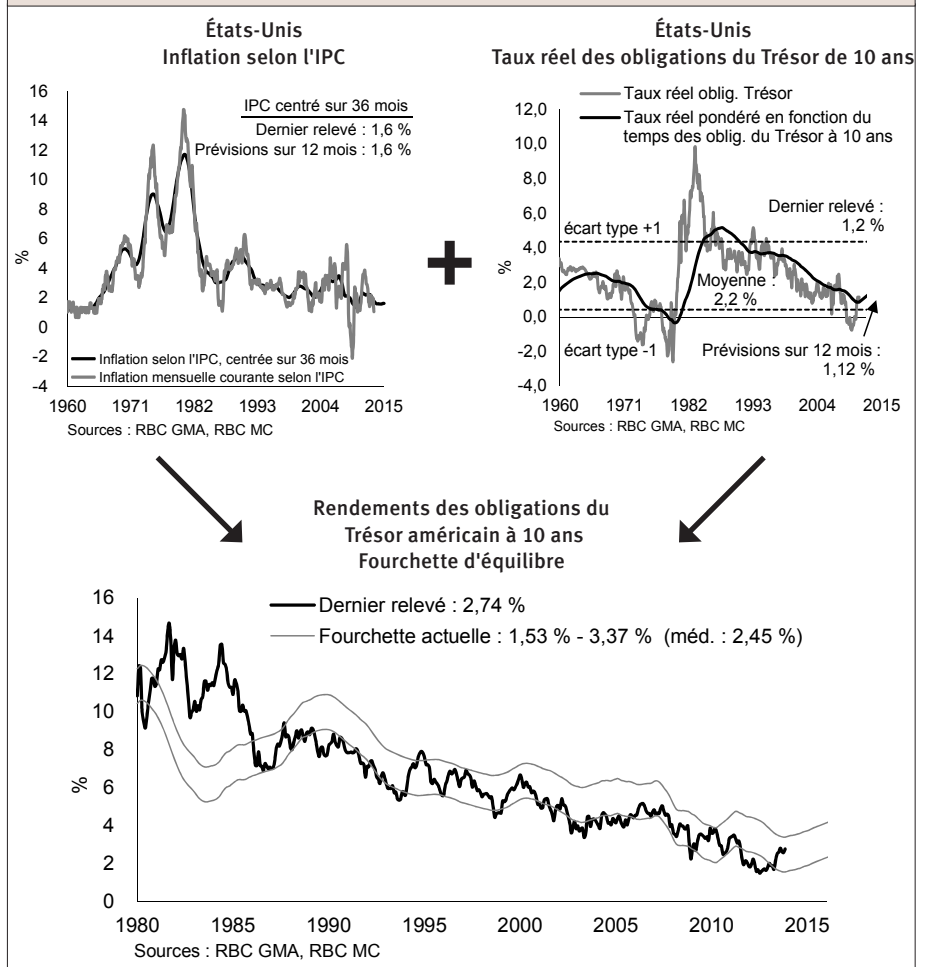


FIGURE 44. Estimation de la juste valeur selon la composition

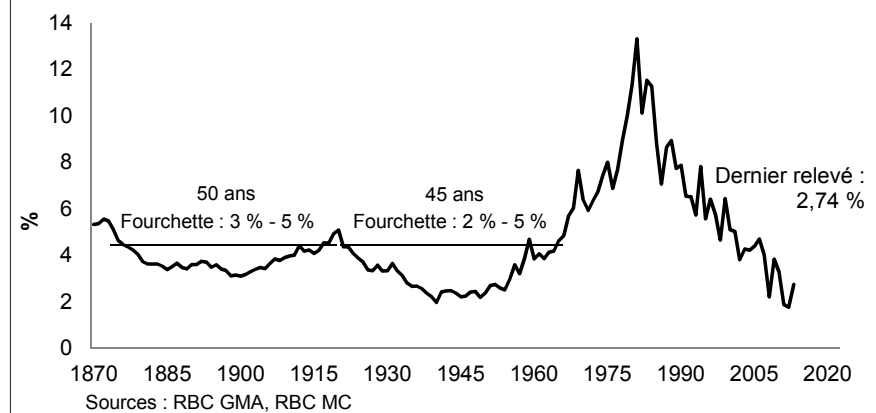


taux obligataires. La correction s'est produite en seulement quelques mois, et les taux d'intérêt nominaux et réels sont désormais près des niveaux indiqués par nos modèles.

Nous restons d'avis que les taux obligataires progresseront modérément l'an prochain, et ce, pour plusieurs raisons. Premièrement, la Réserve fédérale devrait commencer à réduire son programme de relance sous peu, ce qui entraînera une hausse des taux. Ensuite, la croissance économique devrait s'accélérer et ce mouvement s'accompagne généralement d'une hausse des taux d'intérêt. Enfin, l'inflation devrait augmenter et pousser les taux dans le même sens. Toutefois, la rapidité et l'ampleur de la hausse seront limitées par le mécanisme d'autocorrection : comme l'économie souffre d'une hausse trop importante des taux obligataires, les banques centrales contribuent à les rabaisser en adoucissant le ton. La décision de la Réserve fédérale de ne pas réduire son programme d'assouplissement quantitatif en septembre illustre parfaitement ce processus.

Le marché haussier des obligations, qui a duré 30 ans, semble fini. Il est peu probable que les taux obligataires repassent sous les planchers du milieu de 2012, mais cela ne signifie pas pour autant qu'un long marché baissier est à prévoir. En fait, selon l'analyse présentée dans le numéro de *Repères économiques* intitulé « Estimation d'un taux "normal" », 40 % du marché baissier des obligations seraient déjà passés. Les taux obligataires historiques permettent d'y voir plus clair (figure 45). Alors que les taux obligataires remontent, il est tentant de présumer que les données

FIGURE 45. Taux des obligations américaines à 10 ans



des 30 dernières années donnent une indication de la fourchette de négociation des obligations. En se fondant uniquement sur les dernières décennies, on peut établir que les taux obligataires devraient finir par atteindre 10 % ou plus, ce qui a pour conséquence une période de pertes pour les investisseurs en titres à revenu fixe qui sera longue ou très grave. En étendant l'examen sur 150 ans, on constate cependant que les taux obligataires évoluent habituellement dans une fourchette de 2 % à 5 %. C'est pourquoi nous prévoyons que les taux obligataires augmenteront graduellement, à un rythme semblable à celui de la reprise.

### Actions : le point sur 2013

Le redressement des marchés boursiers mondiaux s'est poursuivi en 2013, malgré de nombreuses perturbations qui, durant d'autres années, avaient provoqué un repli des marchés. À la fin de novembre, le S&P 500 et l'indice MSCI Monde affichaient des gains respectifs de 27 % et de 22 % depuis le début de l'année. Les principaux indices boursiers sont plus proches

de leur juste valeur qu'ils ne l'ont été depuis la crise financière (page 39).

Les marchés boursiers ont réalisé d'énormes progrès ces dernières années. À la veille de l'année 2011, bon nombre d'investisseurs étaient convaincus que l'économie mondiale était sortie de la récession. Les actions ont bondi, les taux obligataires ont progressé vers la normale et la date de la hausse des taux a commencé à faire l'objet de spéculations. Or, malgré les apparences, l'économie mondiale était encore très affaiblie. Depuis, nous avons observé de grandes améliorations et 2013 pourrait bien être l'année de transition : l'économie américaine ne court plus le risque d'un nouveau repli, les marchés émergents se montrent capables d'éviter un atterrissage brutal et l'Europe semble enfin prête à renouer avec la croissance.

L'année 2013 ressemble à 2011 à plusieurs égards. Dans les deux cas, le gouvernement américain a touché le plafond de la dette et la Réserve fédérale a envisagé de mettre fin à son programme d'assouplissement

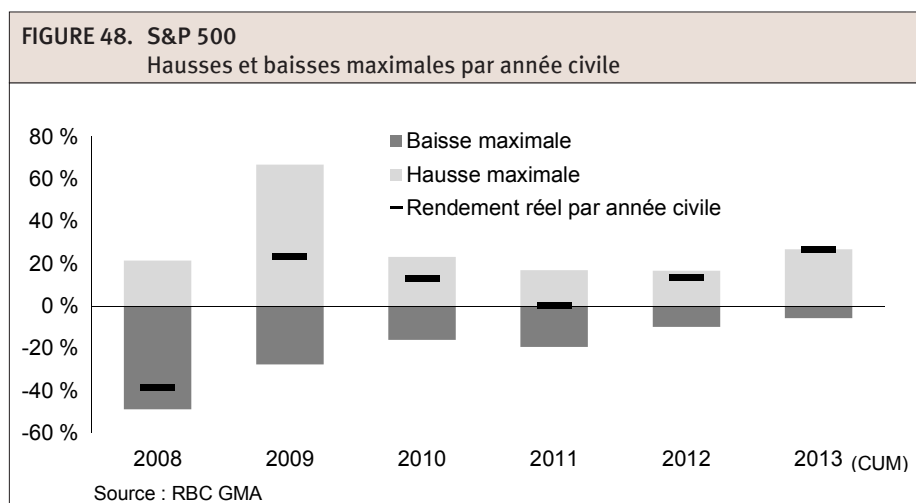
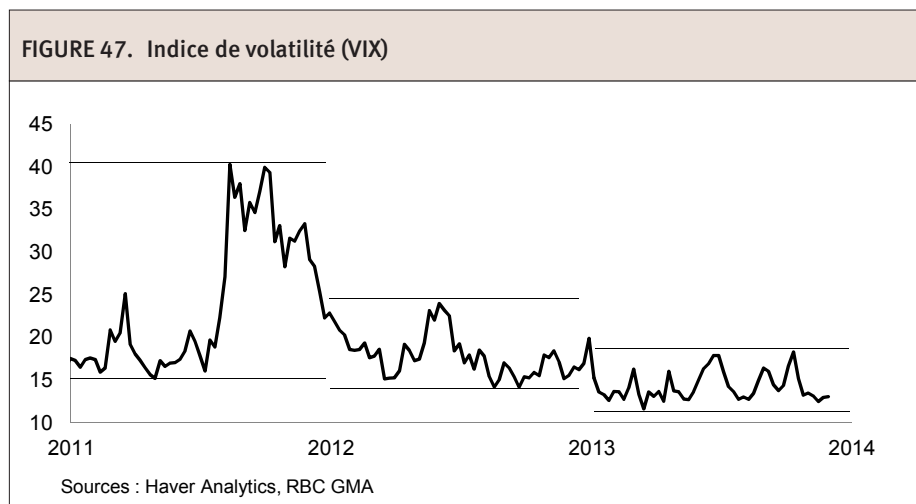
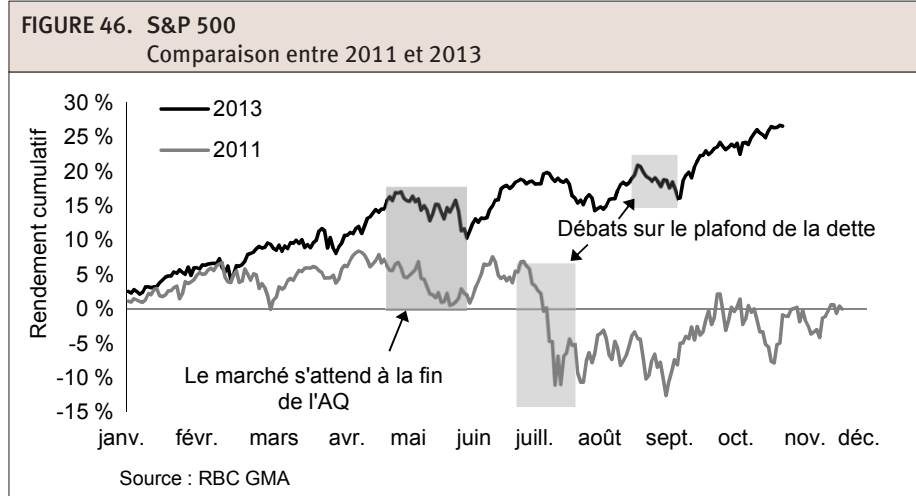
quantitatif. Cependant, la réaction des investisseurs à ces événements a changé. La figure 46 montre la progression du S&P 500 en 2011 et en 2013. Cette année, comme en 2011, les investisseurs ont réagi négativement à l'annonce d'une éventuelle réduction des mesures de stimulation et aux débats sur le plafond de la dette. Cependant, le marché a beaucoup mieux résisté à ces chocs, comme en témoignent les mesures de volatilité. La figure 47 montre que l'indice de volatilité du Chicago Board Options Exchange, le VIX, a enregistré un déclin régulier au cours des trois dernières années.

### Trop peu de baissiers

Plus les menaces qui pesaient sur la reprise disparaissent, plus la confiance excessive des investisseurs devient préoccupante. La figure 48 indique que le recul le plus important enregistré chaque année diminue progressivement, tandis que les rendements des investisseurs augmentent. La prédominance des hausses peut modifier la perception du risque lié aux placements en actions. Les mesures de confiance indiquent qu'en réalité, l'optimisme du marché est raisonnable (figure 49). Toutefois, l'absence d'investisseurs résolument baissiers sur le marché atteint des extrêmes (figure 50). Il est donc possible que les investisseurs évaluent mal le risque de correction des actions.

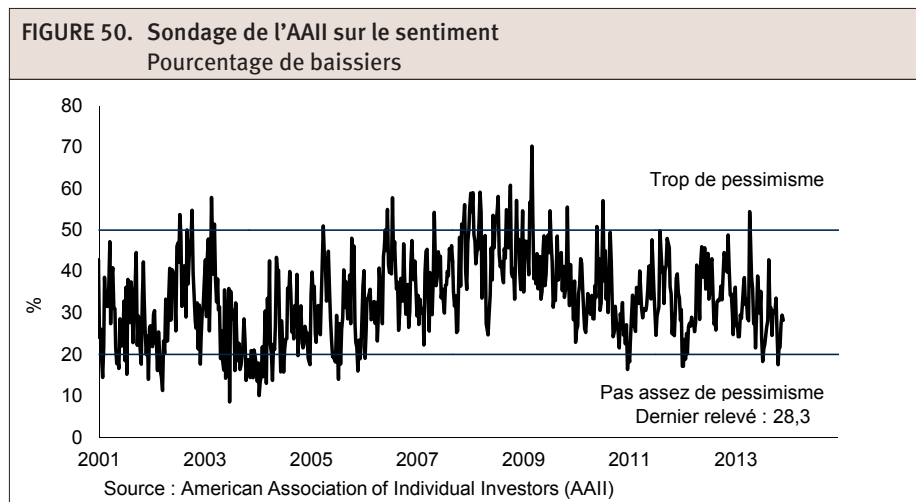
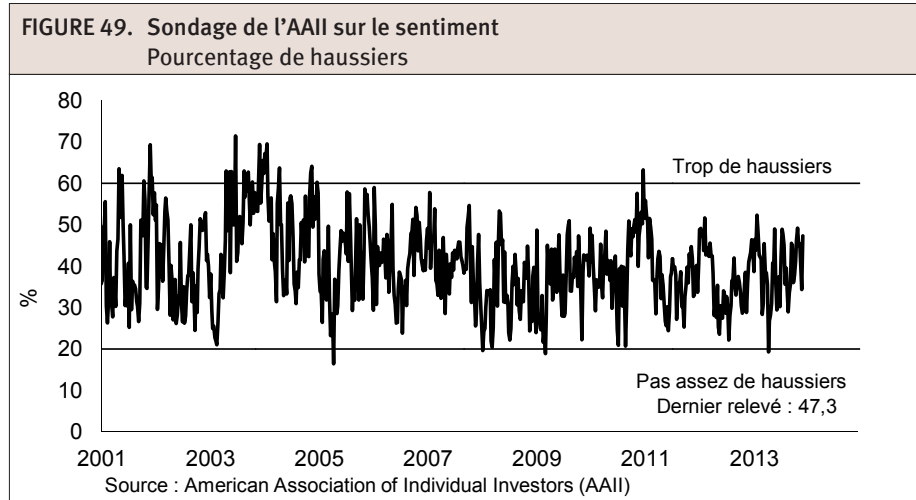
### Des valorisations synonymes de rendements modestes

Bien que l'amélioration de la conjoncture macroéconomique soit favorable aux actions, les gains importants et la hausse des



valorisations des dernières années nous amènent à modérer nos prévisions de rendement total. La figure 51 présente les rendements moyens à divers niveaux de valorisations du marché. Pour les besoins de cette analyse, nous utilisons le ratio cours/bénéfice (C/B) pour déterminer dans quelle mesure le marché est cher (ou bon marché). La majeure partie de la reprise enregistrée cette année s'explique par l'accroissement des ratios cours/bénéfice (C/B). Étant donné que le marché a fait monter les actions après les avoir sous-évaluées pour tenir compte des derniers risques de la crise financière, les ratios C/B ont affiché une forte progression pour s'établir à environ 17 fois les bénéfices des 12 derniers mois. À leur niveau actuel, les valorisations avoisinent la moyenne à long terme et le point d'équilibre. Historiquement, lorsque les ratios C/B se sont situés à ce niveau, les rendements des actions sont passés du deuxième rang des meilleurs moments pour détenir des actions (à des ratios C/B de 14 à 16) au deuxième rang des pires moments pour détenir des actions (ratios C/B de 16 à 18).

D'après nos modèles d'équilibre, un indice qui touche sa juste valeur finit souvent par la dépasser et devenir surévalué. Cette tendance historique signale que les investisseurs devraient conserver des placements en actions, mais être plus prudents. La figure 52 met en perspective les gains et les pertes historiques réalisés en fonction de chaque fourchette de valorisation. Les rendements moyens diminuent quand les ratios C/B dépassent 16, en grande partie parce que les reculs



**FIGURE 51. Fourchettes C/B et rendements subséquents sur 12 mois (depuis 1940)**

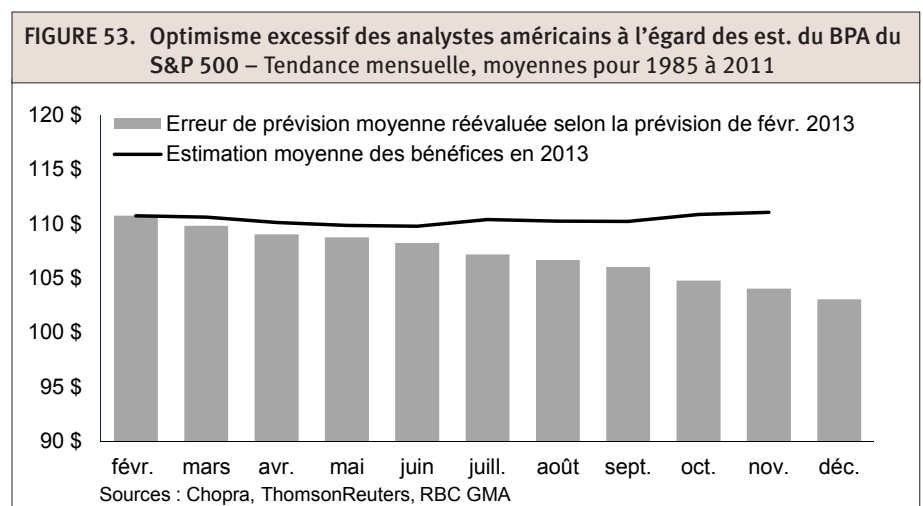
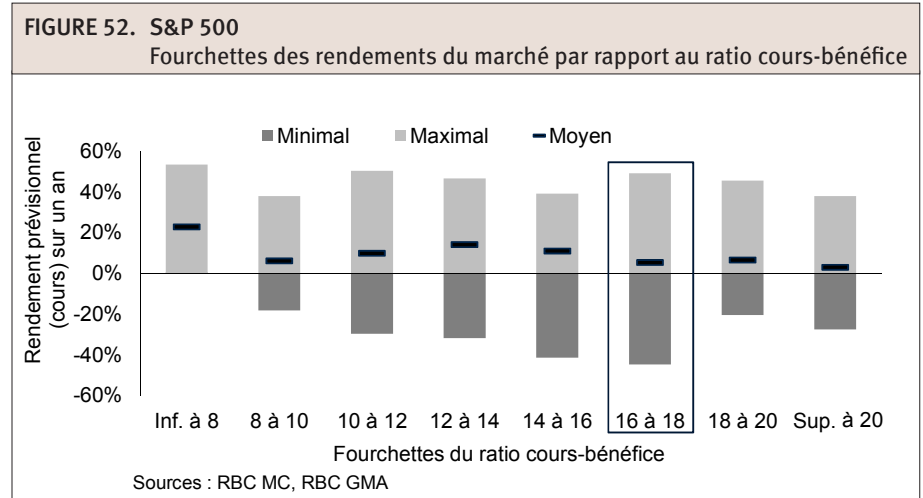
Inf. à 8x :	Moyenne 18,6 % Médiane 18,8 %	14x à 16x :	Moyenne 13,7 % Médiane 17,0 %
8x à 10x :	Moyenne 8,8 % Médiane 6,7 %	16x à 18x :	Moyenne 5,1 % Médiane 8,5 %
10x à 12x :	Moyenne 9,7 % Médiane 9,6 %	18x à 20x :	Moyenne 5,7 % Médiane 6,3 %
12x à 14x :	Moyenne 10,5 % Médiane 10,5 %	Sup. à 20x :	Moyenne -0,8 % Médiane -0,6 %

Sources : Citigroup, Haver Analytics, CIRA

les plus importants ont eu lieu dans la fourchette de valorisation de 16 à 18. Cela dit, les gains les plus élevés se sont aussi produits quand les actions se négociaient à de tels niveaux. Même si l'on peut être tenté de réduire ses placements en actions lorsqu'elles approchent de leur juste valeur, les données historiques montrent que les rendements peuvent être encore assez attrayants à partir des valorisations actuelles.

### Croissance des bénéfiques : la pièce manquante

La croissance des bénéfiques ralentit depuis quelque temps, ce qui n'est guère surprenant étant donné les difficultés économiques qui ont miné les sociétés. Bien que les marchés boursiers puissent encore monter en réaction aux prévisions d'une croissance des bénéfiques, les actions sont plus volatiles quand les rendements totaux dépendent trop fortement d'une réévaluation. Cependant, plusieurs indices montrent que la croissance des bénéfiques pourrait se raffermir. Les sociétés s'efforcent de réduire leurs coûts et investissent dans la productivité. De plus, une accélération de la croissance mondiale permettrait sans aucun doute d'accroître leurs bénéfiques. Cet optimisme commence à se manifester dans les prévisions des analystes pour le S&P 500. En général, ces derniers abaissent les estimations des bénéfiques à mesure que l'année avance, et ce, de 7 % en moyenne entre le début et la fin de l'année (figure 53). Tout au long de 2013, les estimations ont en fait augmenté, ce qui prouve que les analystes ont été trop prudents. Si l'amélioration



de la conjoncture économique entraîne effectivement une hausse des bénéfiques, alors les éléments nécessaires à la prochaine étape de la reprise pourraient être bientôt réunis.

### L'écart entre les styles se creuse

Les styles dominants n'ont pas changé en 2013 : les titres de sociétés à petite capitalisation et les actions de valeur se classent en tête, tandis que les titres de sociétés à grande capitalisation ferment la marche.

Les figures 54 à 56 représentent les rendements des divers styles au cours des cinq dernières années. En général, les titres de sociétés à petite capitalisation mènent quand l'appétit de risque des investisseurs est plus élevé, ainsi que nous avons pu l'observer, dans une certaine mesure, depuis que le marché s'est extirpé de son creux en 2009. Cependant, comme le montre la figure 54, ces titres ont dégagé des rendements exceptionnels en 2013. Au début de l'année, leur rendement excédentaire était

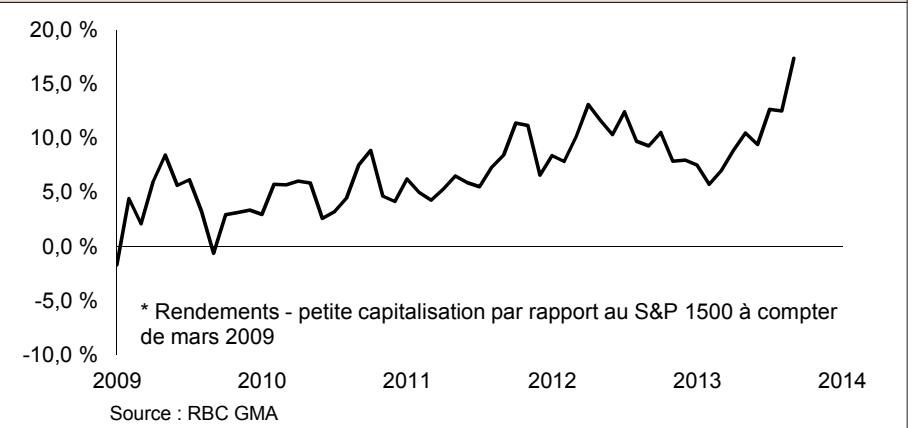
d'environ 500 points de base et il est actuellement de plus de 1 700 points de base ! Les titres de valeur ont également produit d'excellents rendements, lesquels ont commencé à rebondir au second semestre (figure 55). Le segment le plus faible est celui des titres de sociétés à grande capitalisation. Il n'est pas inhabituel que ce style soit à la traîne durant un marché haussier : ces sociétés étant les plus grandes et les plus stables, leur potentiel de croissance est souvent limité. Ces titres de qualité devraient prendre la tête du marché dans les dernières phases du cycle, puisque les perspectives de croissance des petites sociétés sont alors moins certaines.

### Changement de régime

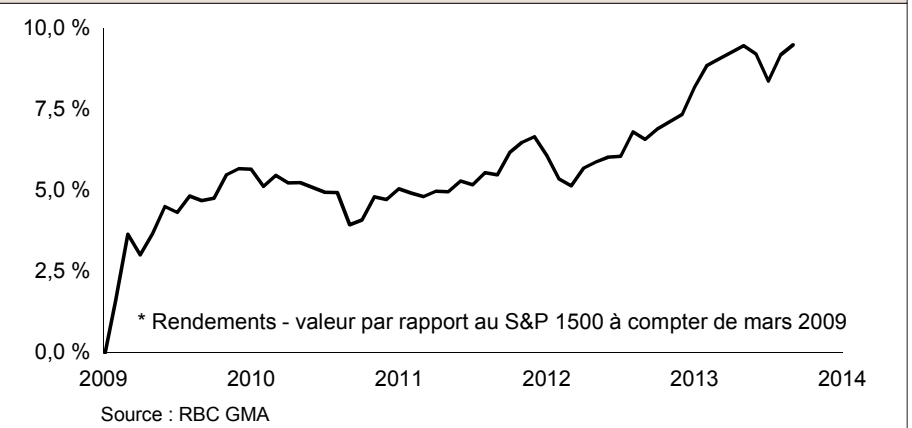
Durant les cinq dernières années, le contrecoup de la crise financière a exercé une influence prépondérante sur le marché, comme le montrent la faiblesse des taux d'intérêt nominaux et, jusqu'à récemment, le niveau inférieur à la moyenne des valorisations des actions. Cette année, un changement de régime a apparemment eu lieu, puisque les taux d'intérêt sont largement revenus à la normale, que les actions sont proches de leur juste valeur et que les risques menaçant la reprise ont diminué ou ont complètement disparu.

Un changement de régime s'accompagne parfois d'une réorientation majeure de la politique des banques centrales. Même s'il y a une différence entre la réduction de l'assouplissement quantitatif envisagée par la Réserve fédérale et la hausse du taux directeur, le marché réagit de façon semblable aux deux

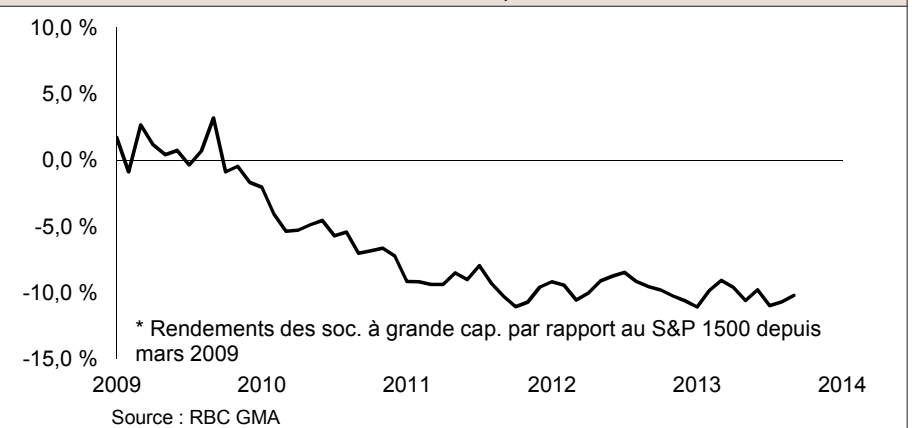
**FIGURE 54. Rendements factoriels aux États-Unis par rapport au S&P 1500**  
Rendements cumulatifs – Petite capitalisation



**FIGURE 55. Rendements factoriels aux États-Unis par rapport au S&P 1500**  
Rendements cumulatifs – Valeur



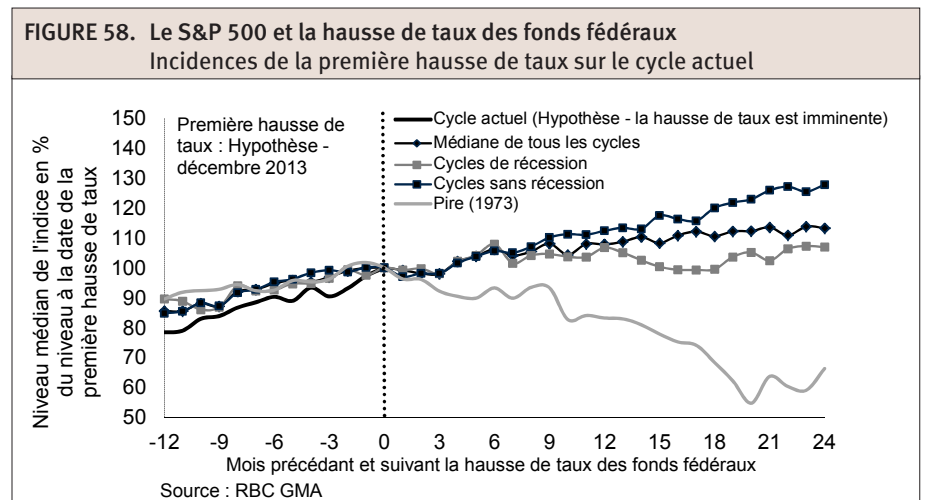
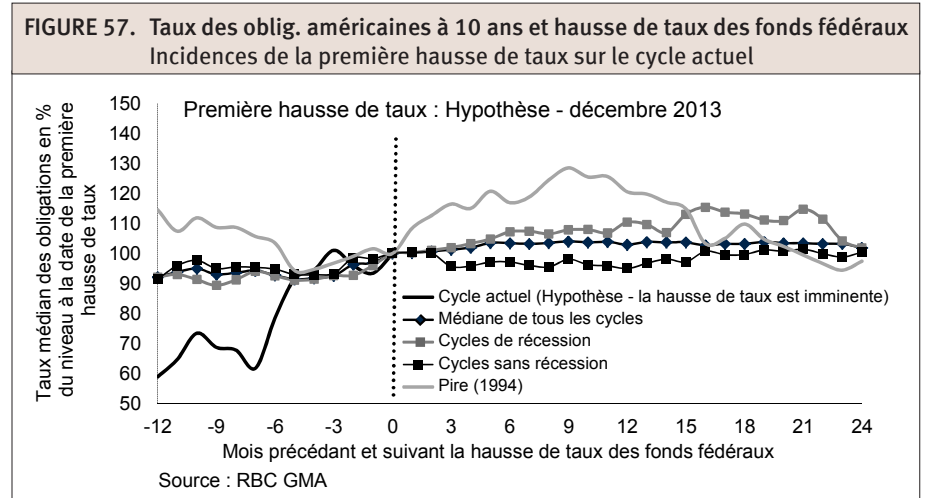
**FIGURE 56. Rendements factoriels aux États-Unis par rapport au S&P 1500**  
Rendements cumulatifs – Grande capitalisation



éventualités. La figure 57 représente la « feuille de route » de l'évolution des taux obligataires à la suite de la première hausse de taux dans un cycle de resserrement, la référence étant l'obligation du Trésor américain à dix ans. Les taux obligataires ont tendance à monter en prévision d'une hausse des taux d'intérêt et, après celle-ci, ils poursuivent leur ascension à un rythme modéré. Une telle hausse a eu lieu au cours de ce cycle et, même si les taux obligataires augmenteront probablement avec la fin des mesures de stimulation monétaire, une grande partie de la correction s'est vraisemblablement produite au cours de l'été. Par conséquent, nous avons modifié la pondération des obligations pour l'amener à un niveau proche de la référence, en mettant fin à la sous-pondération extrême que nous avons adoptée quand les taux frôlaient leur plancher record.

La figure 58 présente une feuille de route similaire pour le S&P 500. Même si certains estiment que la réduction de l'assouplissement quantitatif pourrait signaler la fin du marché haussier des actions, nous pouvons constater qu'historiquement, ce n'est pas forcément le cas. Les actions grimpent avant la première hausse des taux, demeurent stables pendant quelques mois, puis gagnent de la vitesse en réaction au raffermissement de la reprise économique.

À long terme, les actions devraient continuer à surclasser les obligations et nous en tenons compte dans notre répartition de l'actif. La figure 59 indique les rendements prospectifs de divers marchés boursiers et obligataires pour plusieurs périodes, en prenant pour hypothèse qu'ils



évoluent vers leur juste valeur. Les rendements totaux des obligations seraient de l'ordre de 1 % à 5 %. Il s'agirait d'un changement impressionnant, étant donné que ce tableau indique des rendements négatifs pour les dernières années. Bien que leur potentiel de hausse soit inférieur à ce qu'il a été, les actions procureraient des rendements totaux nettement plus élevés durant toutes les périodes. La figure 60 souligne ce point en montrant le rendement des actions par rapport aux obligations sur dix ans. Les cycles

sont généralement assez longs : les obligations ont récemment obtenu des rendements supérieurs pendant plus d'une décennie avant que la tendance s'inverse. Même si la hausse des actions dure depuis longtemps, la corrélation indique que ces titres présentent encore un potentiel de hausse supérieur à celui des titres à revenu fixe.

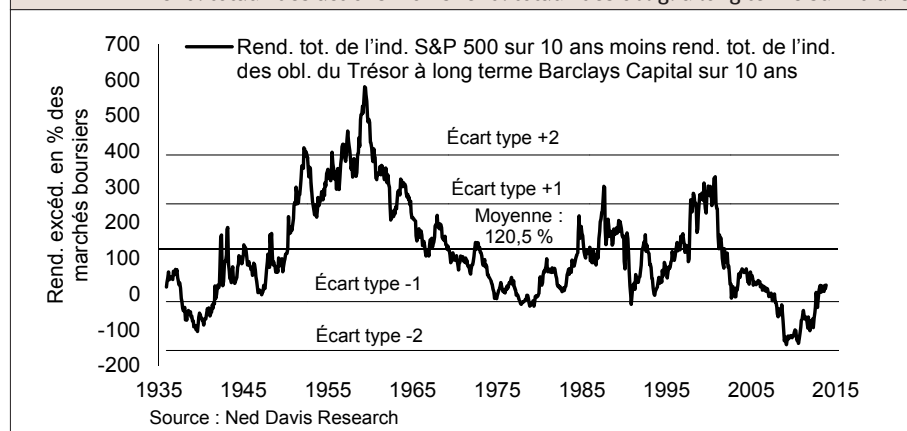
Comme les actions et les obligations se rapprochent de leur juste valeur, nous avons adopté une répartition de l'actif plus neutre, bien qu'elle

FIGURE 59. Rendements à terme des catégories d'actif

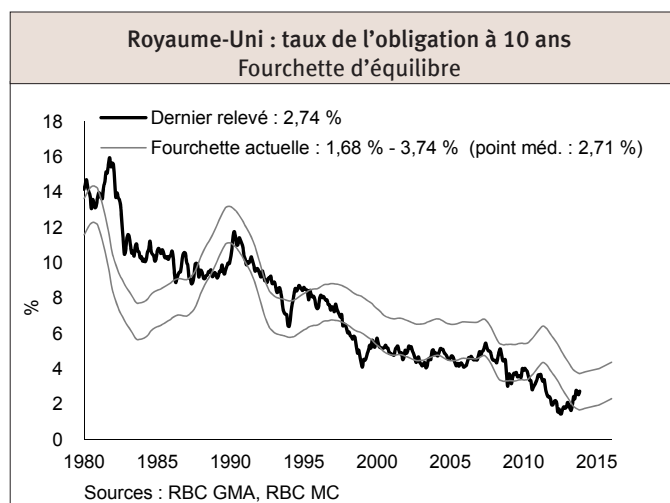
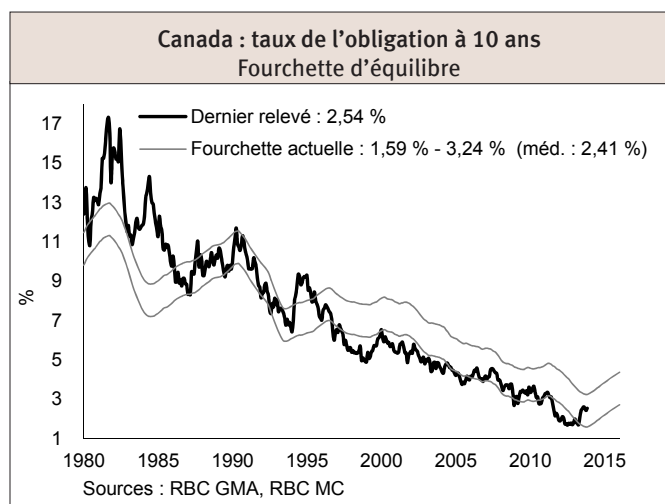
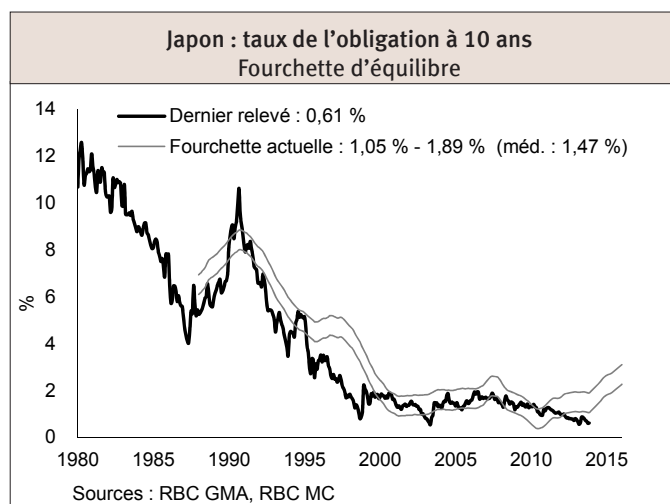
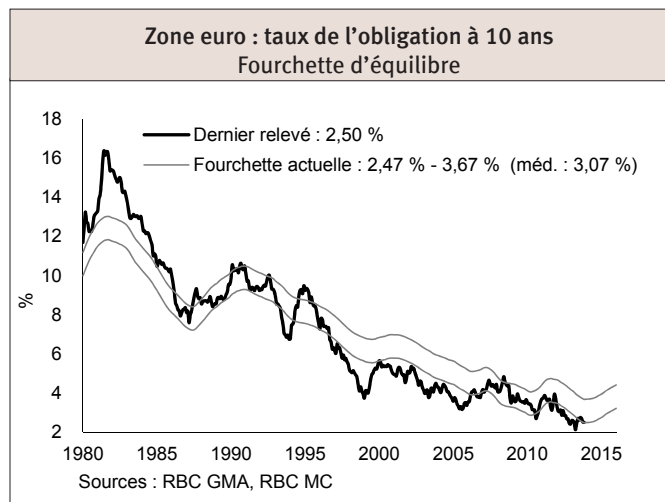
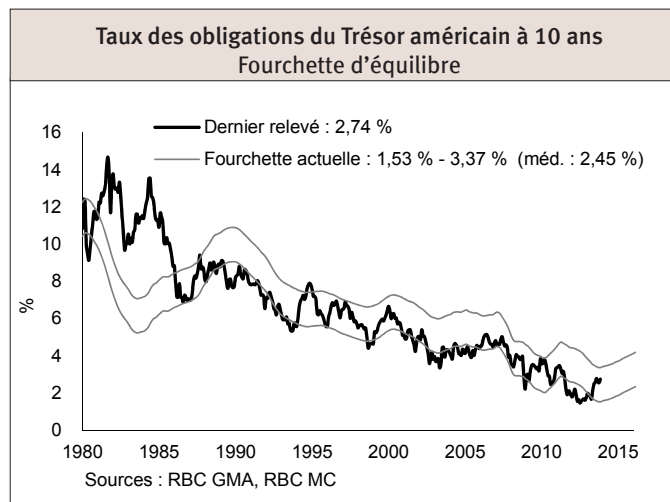
Catégorie d'actif	Rend. courant <sup>1</sup>	1 an Rend. à terme	2 ans* Rend. à terme	3 ans* Rend. à terme	5 ans* Rend. à terme	10 ans* Rend. à terme	15 ans* Rend. à terme	20 ans* Rend. à terme
Bons du Trésor américain	(0,08 %)							
Obligations du Trésor américaines 10 ans	2,33 %	4,23 %	2,79 %	2,53 %	2,38 %	2,32 %		
Obligations du Trésor américaines 30 ans	8,67 %	11,08 %	6,06 %	4,88 %	4,06 %	3,58 %	3,51 %	3,53 %
Obligations du gouv. Canada 10 ans	1,13 %	1,72 %	1,41 %	1,51 %	1,65 %	1,82 %		
Obligations américaines rend. élevé**	1,18 %	4,58 %	3,76 %	3,69 %	3,69 %	3,77 %		
Obligations canadiennes de qualité**	0,81 %	2,73 %	2,58 %	2,73 %	2,90 %	3,13 %		
Obligations américaines rend. élevé**	(5,99 %)	0,95 %	3,97 %	5,15 %	6,16 %	6,95 %		
Actions américaines (S&P 500) – rend. total	5,20 %	11,47 %	9,66 %	14,95 %	11,88 %	10,32 %	9,86 %	9,53 %
Actions canadiennes (TSX) – rend. total	16,08 %	13,62 %	8,86 %	8,78 %	8,95 %	11,12 %	9,86 %	9,11 %

<sup>1</sup> Si le marché avance au point d'équilibre. \* Rendements annualisés \*\* Indices ML Bank of America, en supposant un retour à long terme aux écarts normaux des obligations du Trésor, répartis uniformément jusqu'à la date d'échéance. Sources : RBC GMA, Bloomberg

privilégie toujours les actions. Au cours du dernier trimestre, la part des titres à revenu fixe est restée stable. Au moment du récent repli des marchés boursiers provoqué par les inquiétudes entourant le plafond de la dette, nous avons augmenté la pondération des actions de deux points de pourcentage afin de tirer parti des occasions d'achat. Nous avons récemment fermé cette position après le redressement qui a suivi. Pour un portefeuille équilibré mondial, nous recommandons la répartition de l'actif suivante : 58 % en actions (position neutre stratégique : 55 %), 38 % en titres à revenu fixe (position neutre stratégique : 40 %) et le reste en liquidités.

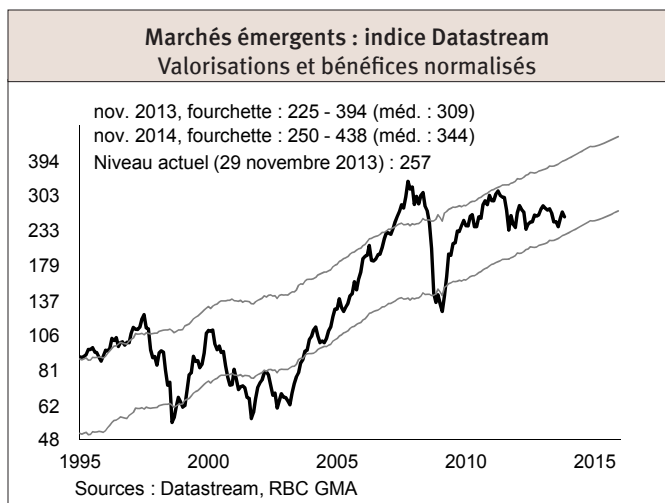
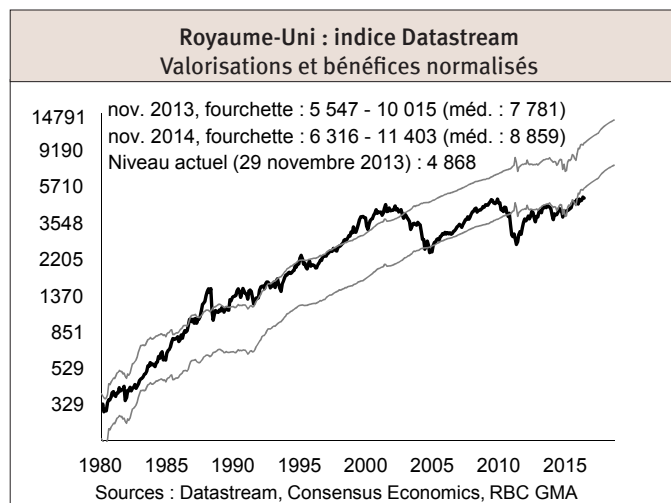
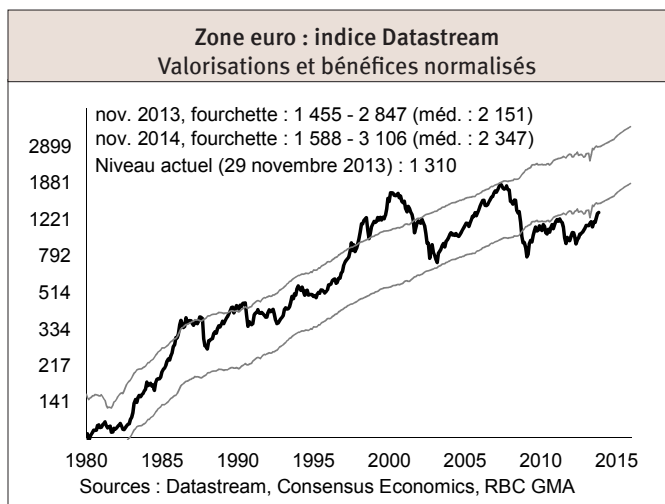
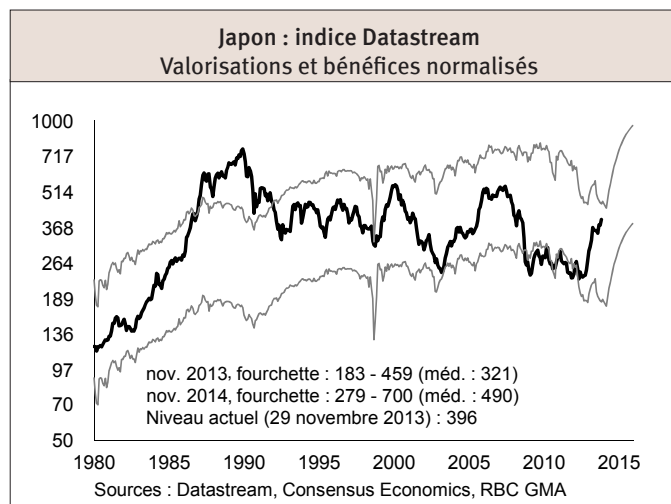
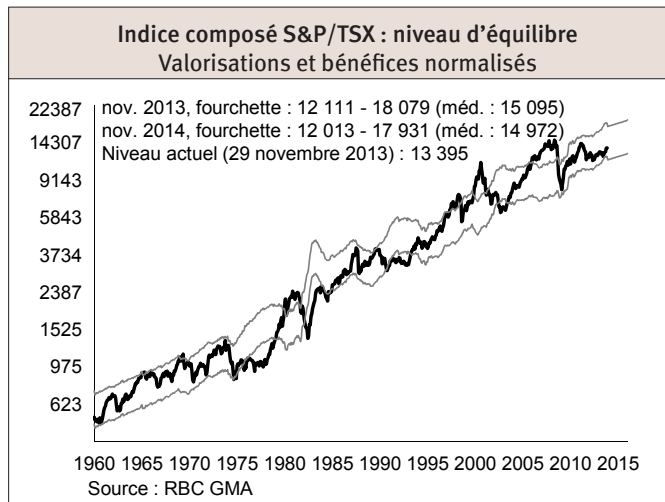
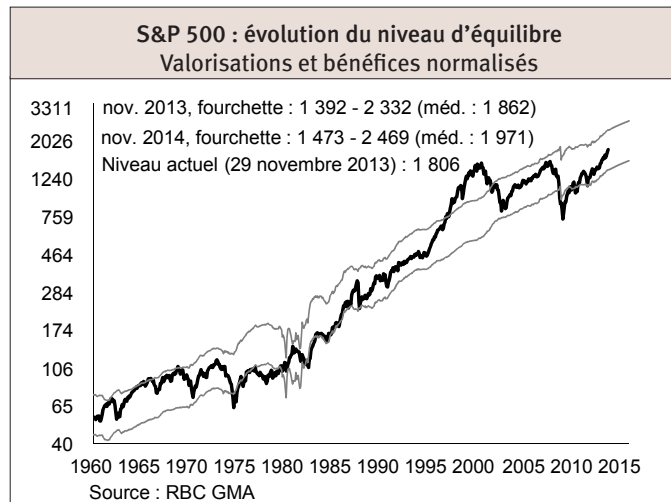
FIGURE 60. Rend. à 10 ans des actions et des obligations américaines  
Rend. totaux des actions moins rend. totaux des oblig. à long terme sur 10 ans

## MARCHÉS MONDIAUX DES TITRES À REVENU FIXE



« Les taux obligataires ont fortement monté depuis le printemps, mais ils sont restés stables au cours du dernier trimestre, malgré les turbulences. »

## MARCHÉ MONDIAL DES ACTIONS



# MARCHÉS MONDIAUX DES TITRES À REVENU FIXE

## Soo Boo Cheah, CFA

Premier gestionnaire de portefeuille  
RBC Asset Management UK Limited

## Suzanne Gaynor

V.-p. et première gestionnaire de portefeuille  
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

### Vision du marché

Les marchés obligataires mondiaux ont progressé après que les autorités eurent décidé en septembre de poursuivre leurs achats d'actifs plutôt que d'entreprendre la réduction annoncée dans le courant de l'année. Le rebond a contrebalancé la liquidation printanière massive qu'un éventuel début de réduction de l'assouplissement quantitatif par la Réserve fédérale américaine (Fed) avait provoquée. La perte cumulative annuelle des effets du Trésor américain s'est donc résorbée. Elle s'établissait à 1,80 % à la fin de novembre, par rapport à 3,50 % le 5 septembre.

La réduction des mesures de relance a cependant été reportée, et non annulée. Nous prévoyons que la Fed commencera à réduire les achats d'obligations au cours des 12 prochains mois, et que les taux des obligations mondiales augmenteront lentement, surtout ceux des titres du Trésor américain. Ces attentes reposent sur de meilleures perspectives économiques mondiales, dont une amélioration prévue de la consommation et des investissements du secteur privé et un abandon des mesures d'austérité par les gouvernements. Ce contexte devrait générer une hausse des taux obligataires, les banques centrales intervenant de façon moins énergique sur les marchés des actifs. Nous prévoyons de légères pertes pour les portefeuilles d'obligations mondiales pendant la période

envisagée, car le revenu ne suffira pas à compenser la moins-value causée par la hausse des taux.

Compte tenu de nos prévisions d'une lente progression des taux obligataires, quelle place les investisseurs à long terme devraient-ils réserver aux obligations d'État afin d'atteindre leurs objectifs d'accumulation de patrimoine et de préservation du capital à long terme ? Avant de répondre à cette question, il importe de comprendre trois choses : ce qui explique la faiblesse des taux obligataires ; l'orientation prévue des taux à court et à long terme ; et le rôle des obligations d'État dans un portefeuille équilibré.

La crise financière mondiale de 2008 a poussé les grandes banques centrales à réduire énergiquement les taux directeurs et à intervenir directement sur les marchés financiers. Quelques mois plus tard, l'économie tardant à réagir aux mesures de relance massives, les autorités ont entrepris une longue série d'achats de titres à revenu fixe pour maintenir les taux à de faibles niveaux et préserver la confiance des investisseurs. Ces actions combinées ont poussé les taux obligataires à des creux historiques, rendant les placements à revenu fixe peu attrayants et incitant de nombreux investisseurs qui avaient privilégié les obligations d'État à chercher des rendements supérieurs ailleurs.

Les investisseurs ne doivent pas confondre notre prévision d'une hausse des taux obligataires avec

les prédictions alarmistes annonçant une envolée des taux à des niveaux néfastes pour l'économie. Les banques centrales ont passé cinq ans à brider les taux, et il serait imprudent de leur part de réduire les achats d'obligations trop fortement, voire même juste un peu, si les taux devaient ensuite grimper à des niveaux étranglant la croissance économique. Cela dit, l'économie s'améliore lentement. Nous prévoyons que la Fed commencera à réduire ses achats d'effets du Trésor américain et de titres adossés à des créances hypothécaires (TACH), et que les taux augmenteront lentement pour refléter l'amélioration des aspects fondamentaux. Le taux des obligations du Trésor américain à 10 ans est monté à environ 2,8 %, par rapport à 1,6 % en mai. Le président de la Fed, M. Bernanke, avait alors commencé à préparer les marchés à une réduction du rythme des achats d'actifs. Un autre bond rapide et marqué des taux ne surviendrait qu'au cas où le marché devait à nouveau être surpris. Cette éventualité, qui pourrait occasionner une grave perte de confiance dans le marché des titres du Trésor de 12 milliards de dollars, est toutefois peu probable.

Nous nous attendons généralement à ce que le taux des obligations du Trésor à 10 ans évolue en phase avec les hypothèses d'une croissance économique nominale à long terme de 3 à 5 %. L'an prochain, nous prévoyons cependant que le taux des titres du Trésor à 10 ans atteindra 3,50 %, soit 100 points de base de moins que

notre prévision de croissance du PIB nominal de 4,5 % aux États-Unis. Cette « concession » d'un point de pourcentage traduit la conviction que la Fed reste prête à intervenir sur le marché obligataire en cas de signes de faiblesse donnés par l'économie. Quel niveau le taux à 10 ans devrait-il atteindre à long terme ? Eric Lascelles, notre économiste en chef, et le Comité sur le rendement prévu à long terme de la société tablent, pour la prochaine décennie, sur un taux des effets du Trésor de 4 %, d'après des modèles mesurant les prix historiques, les primes de terme, les aspects fondamentaux de l'économie et les attentes du marché. M. Lascelles tient également compte de l'évolution des préférences en matière de placement, de la pénurie actuelle d'actifs « sûrs » et de la volonté des banques centrales de réprimer les taux.

Notre hypothèse d'une lente augmentation des taux cadre avec l'objectif consistant à aider les investisseurs en titres à revenu fixe à long terme à atteindre leurs cibles de stabilité du revenu, de sécurité du capital et de diversification du portefeuille. Quand les taux obligataires augmentent, les investisseurs en obligations d'État à long terme ont la possibilité d'obtenir des rendements plus élevés, tout en ayant un niveau élevé de certitude de récupérer leur argent. Cet argument contredit le conseil souvent entendu selon lequel les investisseurs doivent éviter les titres à revenu fixe d'État dans un contexte de hausse des taux, en raison de l'incidence des pertes liées à l'évaluation à la valeur de marché.

Votre situation dépend de votre horizon de placement. Si vous investissez à court terme, disons pour moins d'un an, et que les taux augmentent, vous subirez probablement des pertes en capital. Cependant, un investisseur à long terme qui décide d'accumuler des obligations d'État quand les taux grimpent peut ainsi s'assurer de rendements supérieurs pendant une longue période. Un contexte de hausse des taux permet aussi aux investisseurs à long terme de réinvestir des versements d'intérêts périodiques à des taux supérieurs. Ces deux méthodes de placement contribuent de façon continue à une stratégie d'accroissement du patrimoine à long terme, tout en procurant un degré relativement élevé de sécurité.

L'accumulation d'obligations d'État dans un contexte de hausse des taux comporte un autre avantage : elle assure une diversification dans un portefeuille qui contient aussi des actifs risqués. En raison du recul des taux des obligations d'État depuis cinq ans, les investisseurs en quête de rendements supérieurs ont été contraints de se tourner vers les obligations de sociétés, les sociétés de placement immobilier et les actions versant des dividendes. Ces stratégies de quête du rendement sont plus vulnérables aux déséquilibres systémiques au sein de l'économie. Plus ces déséquilibres persistent, plus le système financier s'affaiblit, et en cas d'effondrement des actifs à risque supérieur, les obligations d'État continuent habituellement d'offrir le revenu et la préservation du capital à long terme promis.

## Orientation des taux

Nous avons revu nos prévisions, étant d'avis que la Fed réduira bientôt son programme d'achat d'obligations. Les taux des effets du Trésor américain devraient entraîner les taux mondiaux vers le haut au cours de la période envisagée. L'économie de la zone euro est confrontée à la perspective d'une déflation à la japonaise, raison pour laquelle nous prévoyons que les taux des obligations d'État allemandes resteront inférieurs à ceux des titres du Trésor américain. L'orientation des taux des obligations d'État japonaises demeurera fortement tributaire des achats d'obligations par la Banque du Japon et des progrès du gouvernement dans l'atteinte de ses objectifs de lutte contre la déflation. Nous croyons que les titres d'État du Royaume-Uni tireront de l'arrière sur les obligations du Trésor américain, car l'amélioration rapide de l'économie britannique pousse les taux vers le haut. En revanche, les obligations du gouvernement du Canada devraient mieux faire, puisque les taux des titres d'État canadiens augmentent habituellement plus lentement que ceux des titres du Trésor américain dans un contexte de croissance généralisée des taux.

Avant d'examiner plus en détail les obligations des différents pays et régions, il importe de reconnaître que le sort des marchés financiers mondiaux dépend maintenant en grande partie des banques centrales. Nous avons connu une période où les banques centrales n'ont pas hésité à intervenir sur les marchés obligataires. Dans le cas du Japon, la banque

centrale ajoutera presque certainement des obligations nationales à son bilan si elle juge qu'une telle mesure est justifiée pour mener à bien sa mission. Du fait de cette politique, les obligations d'État du Japon deviennent des placements fort peu attrayants. Ailleurs, les banques centrales lient leurs achats d'obligations à un repli du taux de chômage, tout en indiquant qu'elles garderont les taux directeurs à de bas niveaux plus longtemps. Aussi innovante que puisse être leur approche, les banques centrales risquent d'effrayer les marchés si leurs lignes directrices ne sont pas perçues comme crédibles.

Tant que les investisseurs seront convaincus que l'« Abenomie » fonctionne et que la Banque du Japon peut réussir à manipuler les taux obligataires, la conjoncture des obligations mondiales ne devrait guère être menacée l'an prochain. Les interventions musclées de la banque centrale et les mesures de relance budgétaires pourraient ne pas réussir à relancer l'économie japonaise, et le risque d'un tel échec est susceptible de produire une onde de choc faisant chuter les prix des actifs mondiaux. Dans un tel contexte, les obligations d'État aux États-Unis, au Canada, au Royaume-Uni et en Allemagne seraient susceptibles d'offrir un refuge aux capitaux mondiaux.

**États-Unis** – Nous prévoyons que la nouvelle présidente de la Fed, Janet Yellen, ajustera les achats d'actifs comme l'exigent les données économiques. Cette souplesse cadre avec l'intention de la Fed de s'appuyer davantage sur les indicateurs économiques pour déterminer la politique. Selon nous, la Fed ne

PRÉVISIONS SUR 12 MOIS DES TAUX D'INTÉRÊT						
Calcul du rendement total : 21 novembre 2013 – 20 novembre 2014						
É.-U.						
	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans	Rendement (local)
Base	0,25 %	1,50 %	2,30 %	3,50 %	4,65 %	(1,4 %)
<i>Var. p. rap. au trim. préc.</i>	0,00 %	0,40 %	0,05 %	0,25 %	0,35 %	
Élevé	0,25 %	2,10 %	2,80 %	4,00 %	5,10 %	(3,2 %)
Faible	0,00 %	0,20 %	0,80 %	2,00 %	3,30 %	4,6 %
Rend. total prévu couvert en \$ US : (0,1 %)						
ALLEMAGNE						
	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans	Rendement (local)
Base	0,25 %	0,70 %	1,50 %	2,50 %	3,00 %	(1,6 %)
<i>Var. p. rap. au trim. préc.</i>	0,00 %	(0,05 %)	0,20 %	0,25 %	0,20 %	
Élevé	0,25 %	1,25 %	2,00 %	3,00 %	3,25 %	(4,2 %)
Faible	0,00 %	0,10 %	0,50 %	1,25 %	1,75 %	8,2 %
Rend. total prévu couvert en \$ US : (0,7 %)						
JAPON						
	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans	Rendement (local)
Base	0,10 %	0,25 %	0,45 %	1,00 %	1,90 %	(1,3 %)
<i>Var. p. rap. au trim. préc.</i>	0,00 %	0,00 %	(0,05 %)	0,00 %	0,00 %	
Élevé	0,10 %	0,50 %	0,75 %	1,50 %	2,25 %	(4,8 %)
Faible	0,00 %	0,01 %	0,25 %	0,50 %	1,30 %	4,4 %
Rend. total prévu couvert en \$ US : (0,8 %)						
CANADA						
	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans	Rendement (local)
Base	1,00 %	1,65 %	2,45 %	3,25 %	3,75 %	(1,3 %)
<i>Var. p. rap. au trim. préc.</i>	0,00 %	(0,05 %)	0,20 %	0,25 %	0,25 %	
Élevé	1,25 %	2,25 %	3,00 %	3,75 %	4,20 %	(4,4 %)
Faible	0,50 %	0,75 %	1,00 %	2,00 %	2,60 %	7,5 %
Rend. total prévu couvert en \$ US : (1,9 %)						
R.-U.						
	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans	Rendement (local)
Base	0,50 %	1,00 %	2,75 %	3,75 %	4,00 %	(1,9 %)
<i>Var. p. rap. au trim. préc.</i>	0,00 %	0,00 %	0,65 %	0,75 %	0,20 %	
Élevé	1,00 %	2,25 %	3,50 %	4,50 %	4,50 %	(7,2 %)
Faible	0,50 %	0,20 %	1,00 %	2,00 %	3,25 %	7,9 %
Rend. total prévu couvert en \$ US : (1,8 %)						

Source : RBC GMA

haussera pas les taux directeurs avant 2015, ce qui devrait assurer la stabilité relative de la portion plus rapprochée de la courbe des taux durant la période visée par nos prévisions. Si la croissance économique évolue conformément à nos attentes aux États-Unis et ailleurs dans le monde, les taux obligataires monteront. Le rythme de cette hausse dépendra de l'efficacité avec laquelle la Fed composera avec les attentes des investisseurs, et du moment auquel les données économiques lui permettront de réduire son assouplissement quantitatif, le cas échéant. Nous relevons notre prévision de taux pour les obligations du Trésor américain à 10 ans de 25 points de base, à 3,50 %, et maintenons notre prévision pour le taux des fonds fédéraux à 25 points de base.

**Allemagne** – La Banque centrale européenne (BCE) a réduit son taux directeur à court terme de 25 points de base, à 0,25 %, au début de novembre, et nous nous attendons à ce qu'elle envisage des achats d'actifs ou l'octroi d'un financement bon marché aux banques, compte tenu des pressions désinflationnistes dans la zone euro. L'amélioration du compte courant dans la région vient confirmer les risques désinflationnistes auxquels font face les pays périphériques du pacte monétaire, comme l'Italie et l'Espagne. Alors que l'Allemagne et les autres pays européens « centraux » continuent d'accumuler des excédents commerciaux et que la désinflation dans les pays périphériques réduit les déficits et améliore la compétitivité, la demande intérieure globale s'affaiblit. Nous maintenons notre prévision de taux directeur à 0,25 %, car nous

croions que la prochaine initiative de la BCE sera d'offrir un financement bon marché et, possiblement, d'accroître son bilan. Nous prévoyons que le taux des obligations allemandes à 10 ans sera inférieur de 100 points de base à celui des titres comparables du Trésor américain, ce qui donne un taux de 2,50 % pour les obligations allemandes à 10 ans au cours des 12 prochains mois.

**Japon** – Vu la volonté apparente de la Banque du Japon de se lancer dans de vastes mesures d'assouplissement monétaire si ses cibles d'inflation ne sont pas atteintes, les taux des obligations d'État japonaises devraient rester relativement bas durant la période visée par nos prévisions. Nous gardons à 1,00 % notre prévision sur 12 mois du taux des obligations d'État japonaises à 10 ans et restons d'avis que les effets du gouvernement du Japon évolueront en phase avec les taux mondiaux. Nous tablons sur le maintien du taux directeur, qui est à 0 %.

**Canada** – Le gouverneur de la Banque du Canada, Stephen Poloz, a récemment admis que l'inflation est restée inférieure à la cible de 2 % pendant trop longtemps (17 mois jusqu'à présent) et il a cessé d'affirmer que la banque centrale penchait pour une hausse des taux, comme elle le fait depuis avril 2012. Même si nous continuons de croire que la prochaine variation du taux directeur sera une hausse, nous reconnaissons que M. Poloz s'est gardé une certaine marge de manœuvre, au cas où la croissance mondiale n'évoluerait pas conformément aux attentes. En raison du changement de ton, certains prévisionnistes ont repoussé la

prochaine hausse prévue des taux à la fin de 2015.

Pour la portion plus éloignée de la courbe des taux, le marché est surtout préoccupé par le moment auquel la Fed commencera à réduire ses mesures de relance. Le raffermissement de l'économie américaine laisse croire que cette réduction devrait commencer dans les prochains mois, mais la faiblesse de l'inflation et d'autres données pourraient la retarder. Nous estimons qu'une réduction des mesures de relance et un redressement de la croissance de l'économie américaine feraient croître les taux aux États-Unis, et par conséquent au Canada. Une reprise des querelles budgétaires et politiques au début de 2014 aux États-Unis renforcerait l'impression de stabilité donnée par le Canada et profiterait vraisemblablement aux obligations canadiennes. Notre prévision pour le taux directeur de la Banque du Canada reste inchangée à 1,00 %. Nous avons haussé notre prévision pour les obligations d'État canadiennes à 10 ans, dont le taux augmentera de 0,25 % pour s'établir à 3,25 %.

**Royaume-Uni** – L'économie continue à progresser et bien peu d'investisseurs avaient envisagé ce scénario au début de 2013. Lors de ses plus récentes prévisions trimestrielles, la Banque d'Angleterre a surpris le marché en prévoyant une baisse du taux de chômage plus rapide et en faisant part de perspectives de croissance économique plus optimistes que ce à quoi elle s'attendait à peine trois mois plus tôt. Cependant, la Banque d'Angleterre a réitéré que le taux directeur resterait à 0,50 % dans un

proche avenir en raison de l'absence de pressions inflationnistes. La Banque d'Angleterre donne un parfait exemple de la communication par une banque centrale de son orientation future. Il s'agit d'une tactique qui vise à influencer sur les taux d'intérêt en fondant les interventions de la banque centrale sur la capacité à atteindre des cibles économiques. D'après les prévisions de la Banque d'Angleterre, l'amélioration rapide du taux de chômage et d'autres données économiques laisse entrevoir une hausse du taux directeur d'ici la deuxième moitié de 2015. D'ici là, l'économie aura connu plus de deux

ans de croissance robuste, et les risques inflationnistes ne pourront plus être ignorés. Compte tenu de ce scénario, nous révisons à la hausse notre prévision sur 12 mois du taux des obligations du Royaume-Uni à 10 ans, de 3,00 % à 3,75 %, tout en gardant notre prévision du taux directeur à 50 points de base.

### **Pondérations régionales recommandées**

Nous entrevoyons de légères pertes pour les portefeuilles d'obligations mondiales sur 12 mois, puisque le revenu actuellement produit ne

suffira pas à compenser les pertes en capital annoncées par nos prévisions de taux. Comme nous nous attendons à ce que les titres du Trésor américain mènent le mouvement d'accroissement des taux, nous continuons de recommander une sous-pondération de 5 % des titres à revenu fixe américains et la réaffectation, en parts égales, du produit de la vente au profit des obligations d'État japonaises et allemandes.

# MARCHÉS DES CHANGES

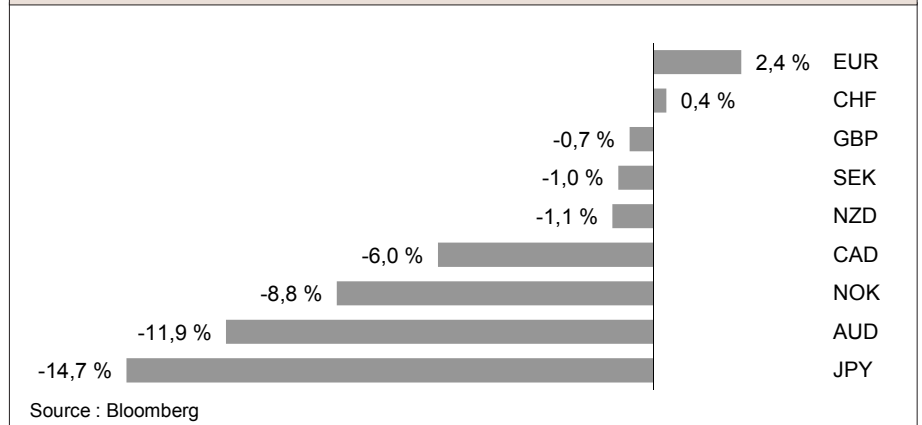
**Dagmara Fijalkowski, MBA, CFA**

Chef, Titres mondiaux à revenu fixe et devises (Toronto et Londres)  
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

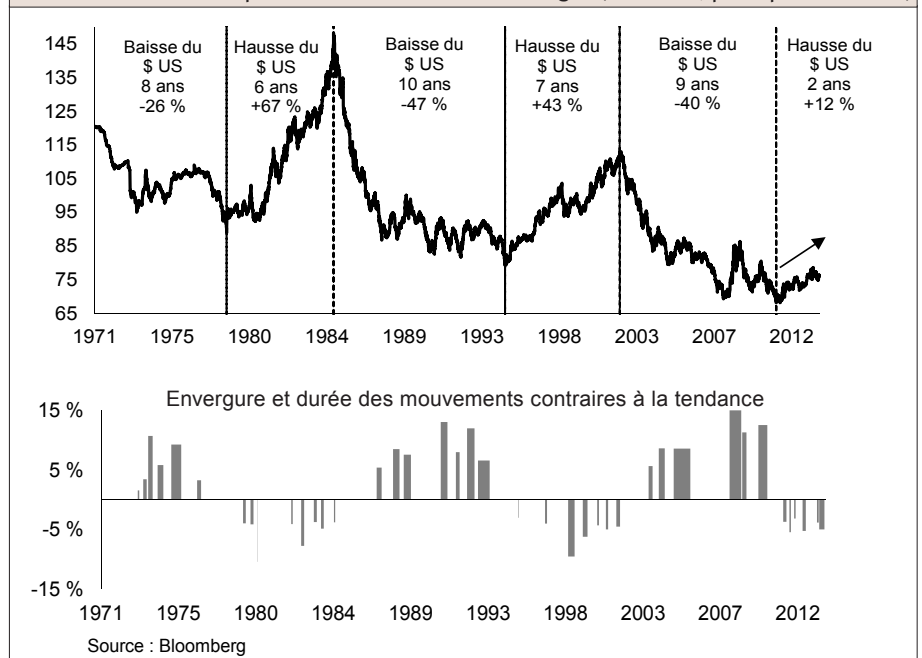
Le marché haussier du dollar américain, qui s'est amorcé en 2011, va bon train. Le billet vert a résisté récemment à quelques coups durs, notamment la nomination de Janet Yellen, au lieu du moins conciliant Larry Summers, au poste le plus élevé de la banque centrale des États-Unis, la Réserve fédérale qui a déçu les attentes voulant qu'elle commence à réduire ses achats d'actifs en septembre et la paralysie de l'appareil gouvernemental en octobre. Malgré ces difficultés, le dollar américain a monté par rapport à la plupart des monnaies du G10 cette année, à l'exception notable de l'euro (figure 1). Comme celui-ci est une composante importante de l'indice du dollar américain pondéré en fonction des échanges, l'indice a perdu environ 7 % entre juillet et octobre, quoiqu'il soit encore en hausse pour l'année. En examinant la figure 2, nous constatons que le recul de l'indice s'insère tout à fait normalement, quant à son ampleur et à sa durée, dans la tendance à long terme.

La corrélation entre le dollar américain et les marchés boursiers a continué de s'affaiblir au cours des derniers mois, car le souvenir de l'alternance entre l'appétit et l'aversion pour le risque, qui remonte à quelques années, s'efface des mémoires. À la place, la question du niveau des taux d'intérêt, ou des « conditions financières » selon l'expression de la Réserve fédérale, a pris de l'importance. À notre avis,

**FIGURE 1. Rendements de change CUM**



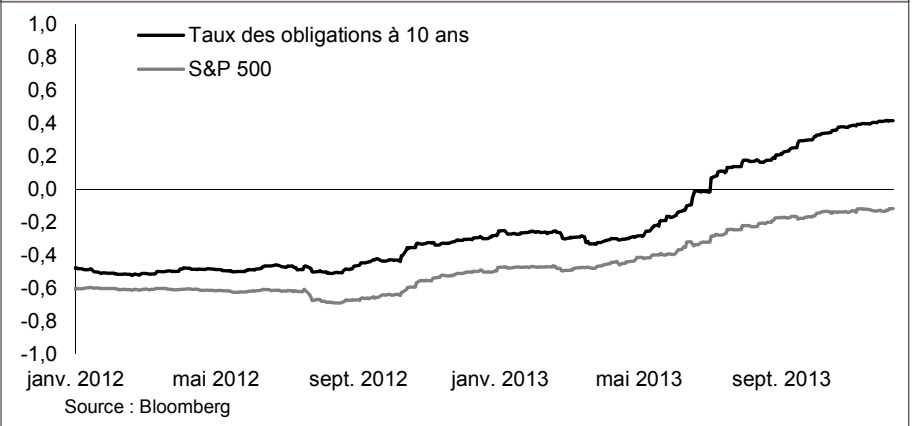
**FIGURE 2. Les cycles à long terme du dollar amér. et leurs corrections habituelles**  
Indice USD pondéré en fonction des échanges (val. nom., principales devises)



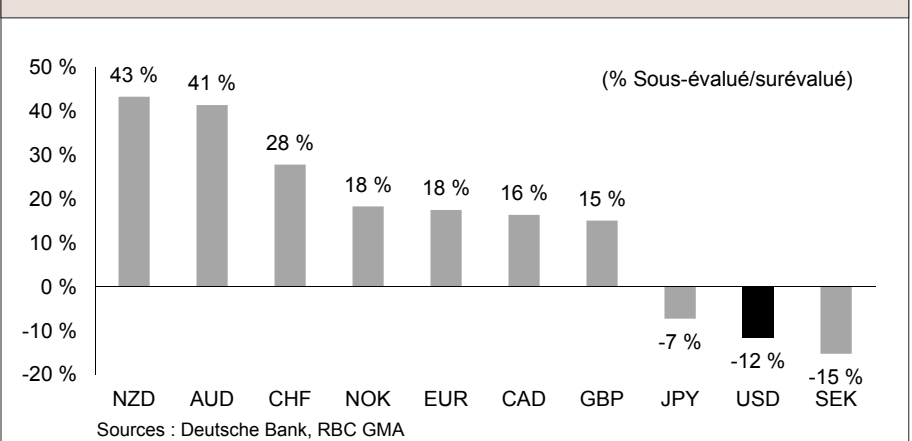
2013 marquera probablement le point d'inflexion, à savoir l'année pendant laquelle la possibilité que la Réserve fédérale mette la pédale douce a attiré l'attention des investisseurs. Le renforcement de la corrélation du dollar américain par rapport au taux des obligations du Trésor à dix ans et l'affaiblissement de sa corrélation par rapport au marché boursier le montre bien (figure 3). Depuis le mois de mai, chaque déclaration de la Réserve fédérale est disséquée en vue d'y trouver des indices quant à la date de début de la réduction des achats d'actifs. Toute discussion sérieuse sur le devancement de cette date entraîne le redressement du billet vert et l'affaiblissement des monnaies de certains marchés émergents. Toute rumeur de report de cette date est défavorable au dollar américain et aux monnaies refuges, tels le yen et le franc suisse, mais favorable aux monnaies des marchés émergents. À court terme, les cours demeureront volatils, car les données économiques influent sur les attentes concernant la date de début de la réduction des achats d'actifs (décembre, janvier ou mars ?). À long terme, le début effectif du processus de réduction devrait être favorable au dollar américain, même si la Réserve fédérale essayait d'atténuer son effet en repoussant simultanément les attentes quant au moment du relèvement des taux à court terme.

En ce qui a trait aux évaluations selon la parité des pouvoirs d'achat (PPA), le dollar américain demeure dans la partie inférieure de l'éventail des évaluations. Il ne se situe pas aux extrémités de ses fourchettes d'évaluation après sa progression de 10 %, mais il demeure invariablement bon marché par rapport

**FIGURE 3. La corrélation entre le dollar et les taux des obligations du Trésor à 10 ans devient plus importante**



**FIGURE 4. Évaluations selon la parité des pouvoirs d'achat – novembre 2013**



à la plupart des monnaies des autres pays du G10 (figure 4).

### L'euro

La bonne tenue de l'euro contrarie ceux qui parient sur une hausse du dollar américain et mérite une analyse approfondie en cette fin d'année. Après tout, la plupart des modèles d'évaluation considèrent la monnaie unique comme chère. Selon nos estimations fondées sur la PPA, l'euro est surévalué de 18 %. Par ailleurs, les modèles de taux de change d'équilibre

comportemental (BEER), calculés par Deutsche Bank, estiment que l'euro est surévalué de 6 %, tandis que le modèle multilatéral BEER de Goldman Sachs (qui tient compte de la productivité relative, des termes de l'échange et des taux d'intérêt réels) indique qu'il est surévalué de 16 %. Les seuls modèles indiquant que l'euro se situe en deçà de sa juste valeur sont fondés sur les taux de change d'équilibre fondamental (FEER), lesquels sont faussés par les récents excédents du compte courant (figure 5).

Trois facteurs temporaires ont contribué à la fermeté de l'euro cette année. Premièrement, l'amélioration des données économiques de la zone euro durant l'été a surpris le marché (figure 6). Deuxièmement, beaucoup d'investisseurs qui avaient sous-pondéré les actions de la zone euro ont, par ricochet, accru leurs placements boursiers dans la région (figure 7). Troisièmement, l'augmentation de l'excédent du compte courant de la zone euro tranche avec les comptes courants déficitaires de nombreux pays développés. Bien que ces facteurs aient favorisé l'euro plus que nous ne l'aurions pensé, celui-ci a atteint le niveau de résistance de la tendance à long terme (figure 8), et nous ne nous attendons pas à ce que les facteurs susmentionnés continuent de faire sentir leurs effets. Les données sont déjà reparties à la baisse comme le confirment les chiffres du produit intérieur brut (PIB) pour le troisième trimestre, et les flux de capitaux se tariront maintenant que les sous-pondérations d'actions ont été grandement réduites.

Quant à l'excédent du compte courant, il n'est impressionnant qu'en apparence. Un excédent du compte courant franchement favorable est lié à une forte demande d'exportations des produits d'un pays. Un excédent « moins favorable » est obtenu lorsque l'amélioration du compte courant est attribuable à des restrictions budgétaires et à un ralentissement de la croissance économique qui se traduisent par des impulsions déflationnistes. La demande intérieure faiblit alors au point où la demande d'importations se contracte. Dans un tel cas, les banques assouplissent

FIGURE 5. Modèles d'évaluation de l'euro

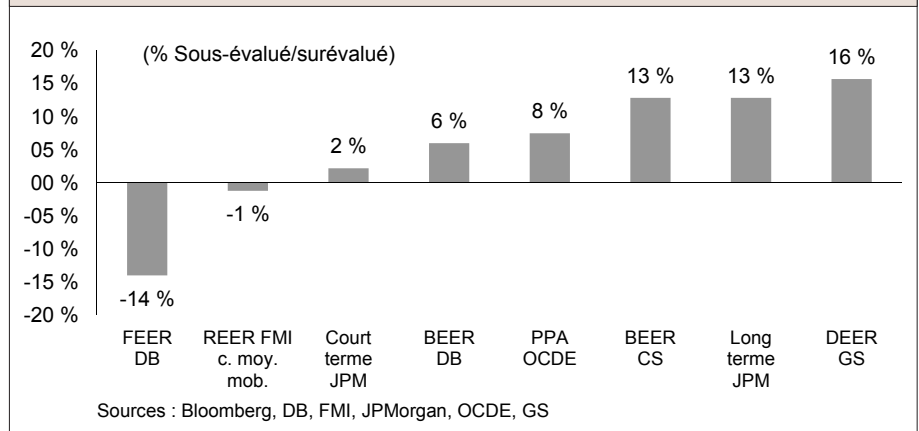
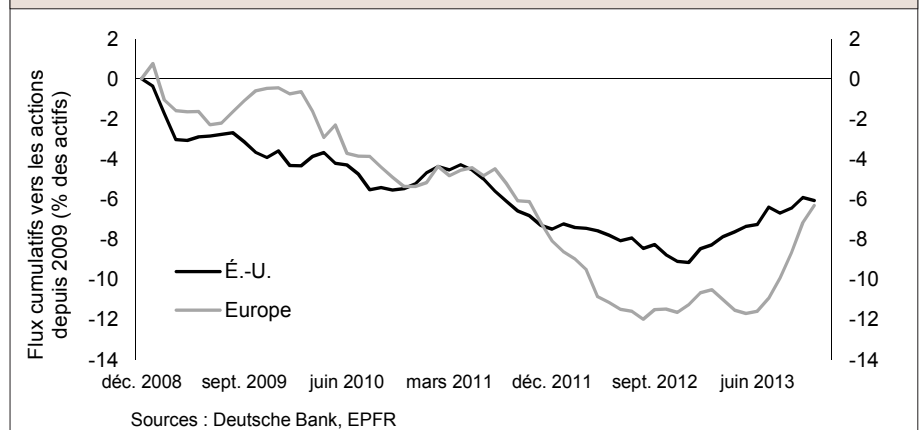


FIGURE 6. Indice des surprises économiques de la zone euro



FIGURE 7. Réduction des positions sous-pondérées en actions européennes



généralement leur politique monétaire, ce que la Banque centrale européenne (BCE) a fait en novembre. L'intervention donne aussi habituellement lieu à une diminution relative des taux d'intérêt à long terme, ce qui nous amène à la question fondamentale suivante : quel est le facteur déterminant de l'évolution des monnaies ? Une amélioration du solde du compte courant (favorable) ou une diminution des écarts de taux d'intérêt (défavorable) ? Selon la recherche de Goldman Sachs<sup>1</sup>, les taux d'intérêt priment, et la sensibilité de l'euro aux chocs d'un écart-type causés par les écarts de taux d'intérêt est quatre fois plus forte que pour ceux qui sont causés par les différences de situation du compte courant. Maintenant que la BCE a pris acte du climat déflationniste qui règne dans la zone euro (figure 9), nous prévoyons que l'assouplissement de la politique monétaire sera pris en compte dans les écarts de taux d'intérêt et que la monnaie réagira en conséquence.

Les investisseurs devraient garder à l'esprit que même si les risques extrêmes ont diminué en Europe, ils n'ont aucunement disparu. Le chemin menant à une union bancaire sera long et tortueux, allant de l'examen de la qualité des actifs au début de 2014 aux résultats des tests de résistance, qui ne seront pas publiés avant le quatrième trimestre de 2014. De plus, l'opposition de l'Allemagne au mécanisme de résolution unique tant que les bilans des banques n'auront pas été assainis incitera les investisseurs à vouloir que les cours soient suffisamment bas pour compenser le risque supplémentaire lié aux placements effectués en Europe.

<sup>1</sup> GS, *Global Markets Daily*, « The Euro Area Current Account Surplus and EUR/\$ », 13 novembre 2013.

FIGURE 8. Résistance de longue durée de l'euro

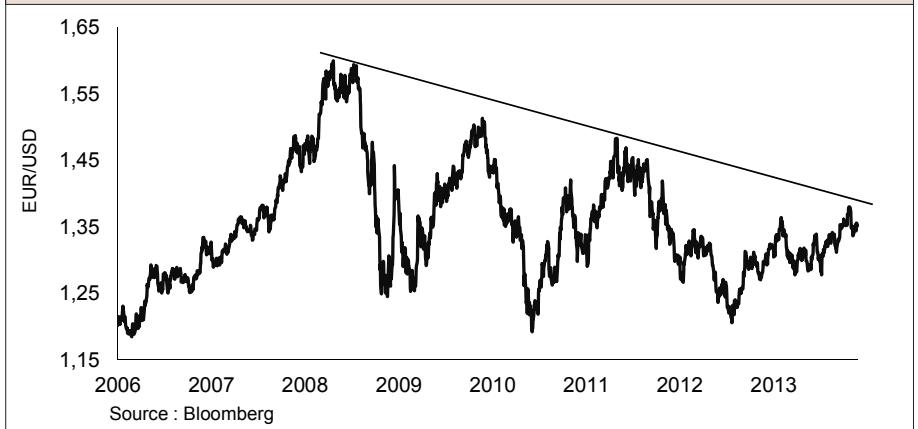
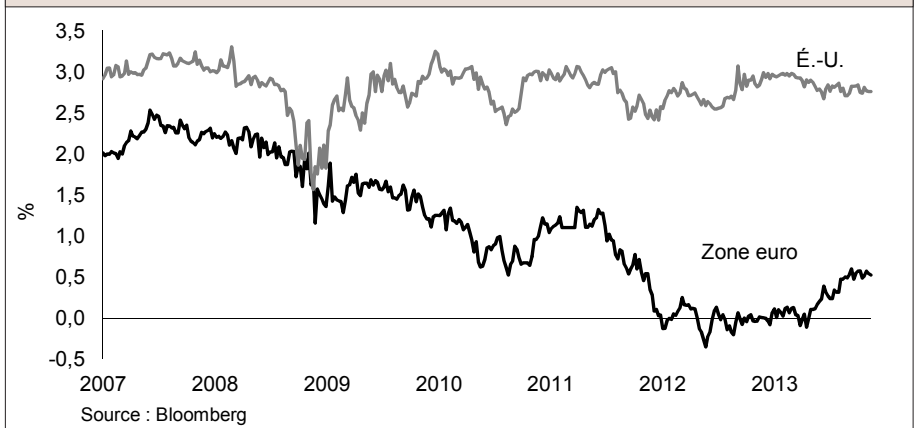


FIGURE 9. Swaps de 30 ans à coupon zéro indexés sur l'inflation



Une monnaie qui se situe dans la partie supérieure de ses fourchettes d'évaluation ne cadre pas avec une telle rémunération.

### La livre

L'économie du Royaume-Uni a offert la meilleure surprise au dernier trimestre, car l'essor de croissance initialement attribuable au beau temps estival s'est poursuivi pendant une bonne partie de l'automne. Les indices des directeurs d'achats sont en hausse, la baisse des salaires accroît la compétitivité et les

prix des maisons, surtout à Londres, montent en flèche. L'augmentation des prix des maisons s'explique en partie par l'instauration d'un programme gouvernemental qui offre des mesures incitatives aux acheteurs et réduit le coût du crédit en diminuant les risques pour les prêteurs hypothécaires. Le programme devrait continuer à stimuler les dépenses dans les secteurs des biens de consommation durables et des services liés au logement. La Banque d'Angleterre s'est avisée de la croissance imprévue de l'activité économique et a revu ses prévisions.

De fait, dans le rapport de novembre sur l'inflation, les prévisions quant au moment où le taux de chômage tombera à 7 % ont été devancées de deux années complètes. Le gouverneur Mark Carney et d'autres membres de la banque centrale ont évoqué récemment la possibilité du devancement de la fin des mesures de relance. Nous ne sommes pas convaincus que ce sera effectivement le cas, puisque le comité de politique monétaire a pour sa part observé récemment que les pressions sur les prix continueraient de s'atténuer grâce au raffermissement de la livre.

Sur le plan de l'évaluation, la livre sterling est modérément, plutôt qu'excessivement, surévaluée. Comme la plupart des investisseurs se souviennent que la livre a déjà valu 2 \$US, ils sont naturellement enclins à considérer qu'elle est bon marché à 1,60. Toutefois, compte tenu de l'inflation, nous remarquons que la hausse persistante de l'inflation au Royaume-Uni diminue la valeur réelle de la livre, dont la juste valeur selon la PPA régresse lentement. Il y a 10 ans, la juste valeur de la livre était de 1,53, mais cette valeur représente maintenant une surévaluation de presque 10 %. Comme les évaluations ne se situent cependant pas à des niveaux extrêmes, nous diminuerons l'importance attribuée à ce facteur dans notre prise de décision au profit d'autres facteurs fondamentaux et techniques.

L'examen des facteurs techniques révèle que les évaluations demeurent toujours dans les limites de la fourchette de trois ans par rapport au dollar américain, ce qui ne nous éclaire pas beaucoup. Toutefois, nous notons que la livre sterling a monté

FIGURE 10. La livre sterling demeure à l'intérieur d'une fourchette de 3 ans

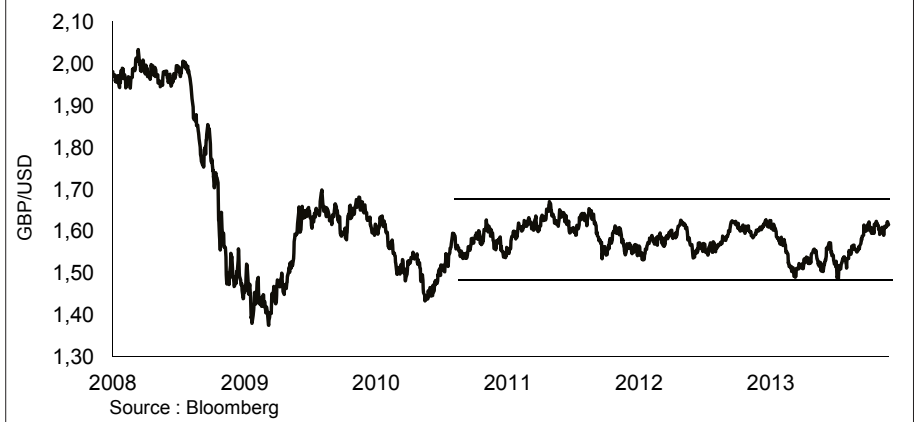
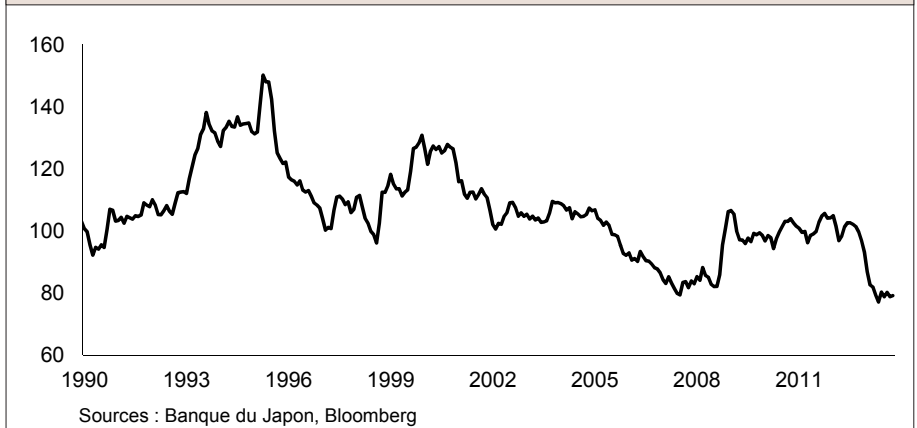


FIGURE 11. Taux de change effectif réel du yen



récemment par rapport au dollar canadien, à un point tel qu'elle a franchi la fourchette de trois ans. La fermeté de la livre par rapport au huard pourrait augmenter la probabilité qu'elle atteigne de nouveaux sommets par rapport au dollar américain (figure 10). Toutefois, à moins que cela se produise, nous considérerons que les facteurs techniques ont une incidence neutre ou légèrement défavorable sur la livre sterling. Bref, nous tenterons d'éviter de surpondérer la livre par rapport à la référence, et compte tenu de notre avis sur le cycle

du dollar américain, nous prévoyons toujours que la livre faiblira.

## Le yen

Contrairement à ce que les politiciens japonais affirment, le yen n'est pas cher, et les politiciens essaient de le déprécier encore plus. Le taux de change effectif réel de la Banque du Japon, soit la mesure, corrigée de l'inflation, du yen pondéré en fonction des échanges, avoisine un creux de 30 ans (figure 11). Par rapport au dollar américain, le yen est bon marché selon la PPA, mais son écart d'évaluation

n'est pas extrême. Ces mesures nous dissuadent d'être dogmatiques en matière de couverture du risque de change lié au yen, surtout au moment où l'économie du pays se trouve au beau milieu d'une grande expérience visant à enrayer la déflation d'ici mai 2015.

Bien que l'« Abenomie » consiste en des réformes d'ordre monétaire, budgétaire et structurel (les « trois axes »), elle compte principalement sur l'affaiblissement du yen pour stopper la déflation. À en juger par les enquêtes auprès des ménages, l'expérience se déroule bien jusqu'ici, car les anticipations inflationnistes ont augmenté au cours de l'été (figure 12). Néanmoins, la tendance s'est affaiblie dernièrement, et nous pensons que la Banque du Japon accroîtra bientôt la détente monétaire pour suppléer aux réformes structurelles.

Les efforts de la Banque du Japon et du gouvernement ont entraîné les taux des obligations japonaises corrigés de l'inflation en territoire négatif, ce qui a mis fin au rapatriement de fonds d'investisseurs en titres à revenu fixe et incité les investisseurs japonais à commencer à acheter des obligations étrangères (figure 13). Le mouvement devrait se poursuivre. Le plan visant à réformer le secteur des caisses de retraite publiques de 2 billions de dollars américains du Japon, qui a été publié récemment, recommandait de vendre des obligations d'État japonaises, tout en achetant des actions et des obligations étrangères<sup>2</sup>. Si les sorties de fonds

FIGURE 12. Enquête auprès des ménages japonais  
Prévisions d'inflation sur un an

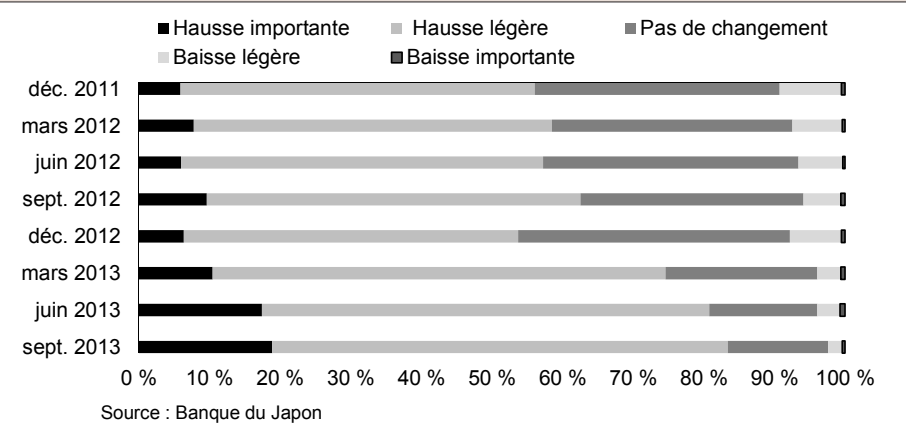


FIGURE 13. Achat cumulé net d'obligations étrangères

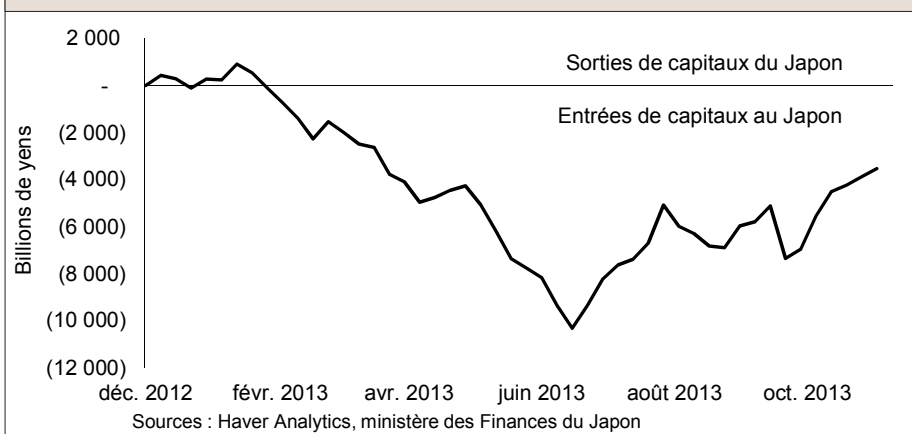
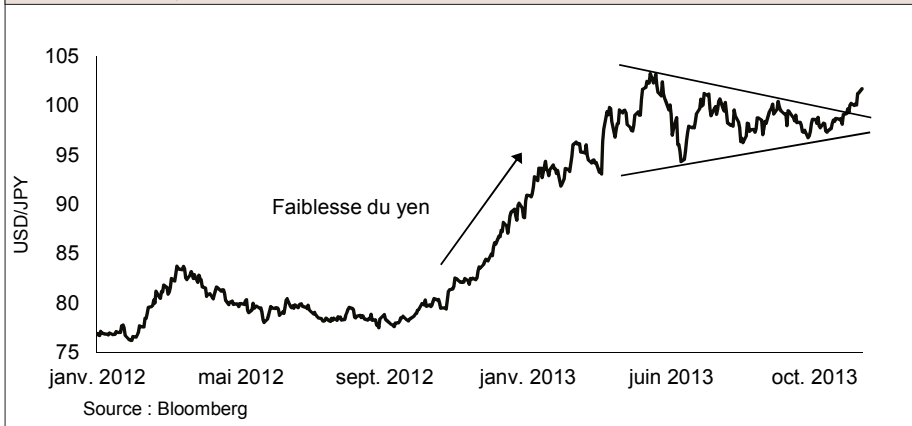


FIGURE 14. La rupture du seuil de résistance vers le haut signale une autre baisse du yen



<sup>2</sup> Panel for Sophisticating the Management of Public/Quasi-public Funds, *Final Report*, nov. 2013.

s'accéléraient, la monnaie pourrait perdre passablement de terrain.

Sur le plan technique, nous constatons que le dollar américain connaît une forte progression depuis l'automne dernier, soit le début de la campagne du premier ministre contre la déflation. Au cours des cinq derniers mois, il s'est maintenu dans une formation en biseau qui devrait normalement déboucher sur la reprise du mouvement ascendant du dollar américain. La récente incursion du billet vert hors du niveau de résistance indique que la prochaine phase d'affaiblissement du yen s'est probablement amorcée (figure 14).

Il existe plusieurs raisons pour lesquelles les investisseurs ne devraient pas être trop baissiers à l'égard du yen, notamment les évaluations et la propension des Japonais à conserver leurs actifs à l'intérieur des frontières. Toutefois, la volonté du gouvernement de déprécier le yen nous donne à penser que la monnaie continuera de faiblir.

### Le dollar canadien

Le huard continue de faire l'objet de ventes massives qui l'éloignent de ses niveaux extrêmes de surévaluation par rapport au dollar américain. La monnaie canadienne demeure surévaluée en fonction des modèles à long terme tels que la PPA, mais nos modèles à court et à moyen terme n'affichent pas d'écarts importants (figures 15 et 16). Les investisseurs accordent beaucoup d'attention à des facteurs défavorables comme le risque de correction des prix des maisons, la perte de compétitivité par rapport au Mexique et aux États-Unis, et la

FIGURE 15. Modèle d'évaluation PPA USD/CAD

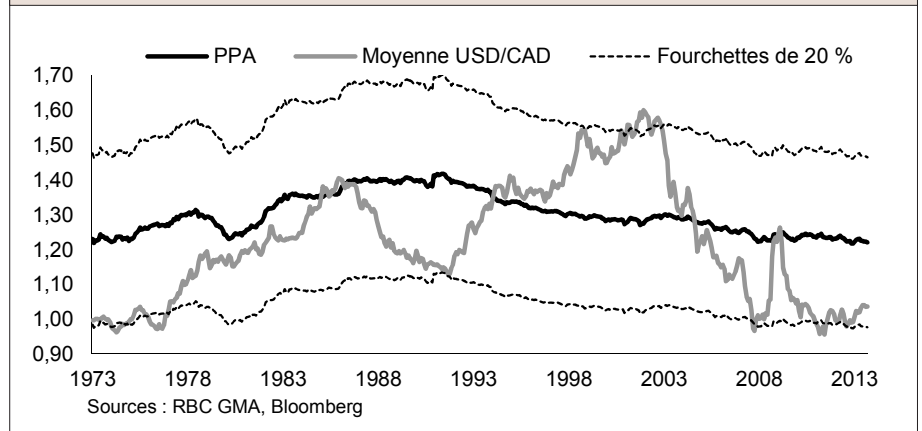


FIGURE 16. Modèle d'évaluation à moyen terme USD/CAD  
Actions, indice mondial PMI, marchandises, écarts de taux

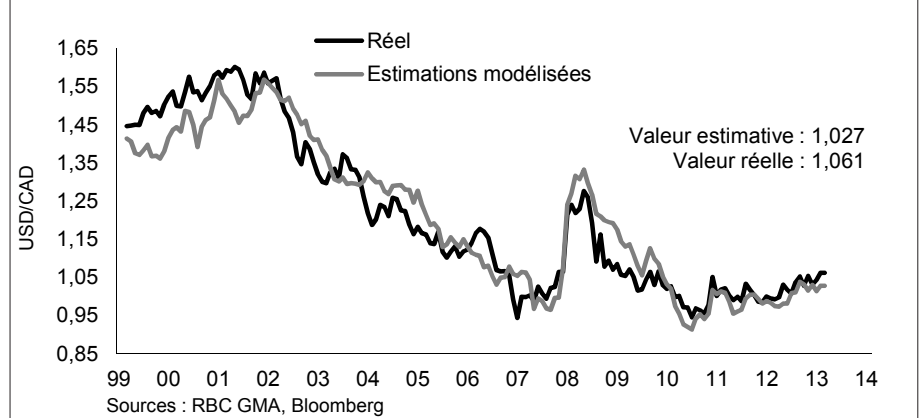
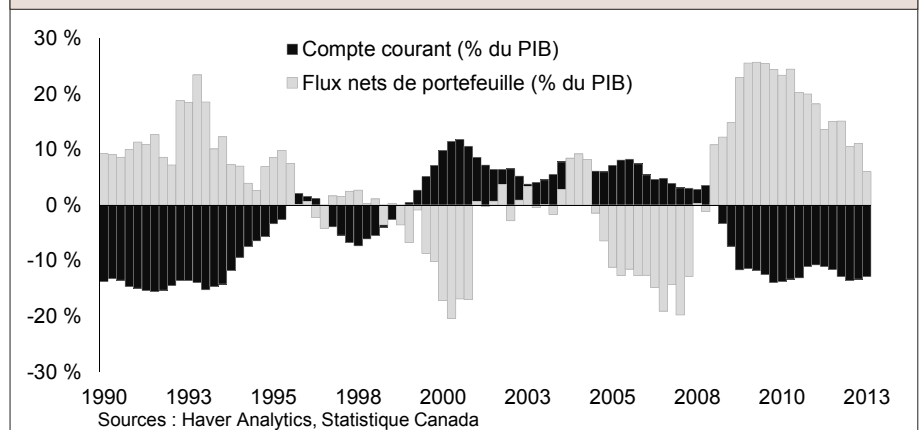
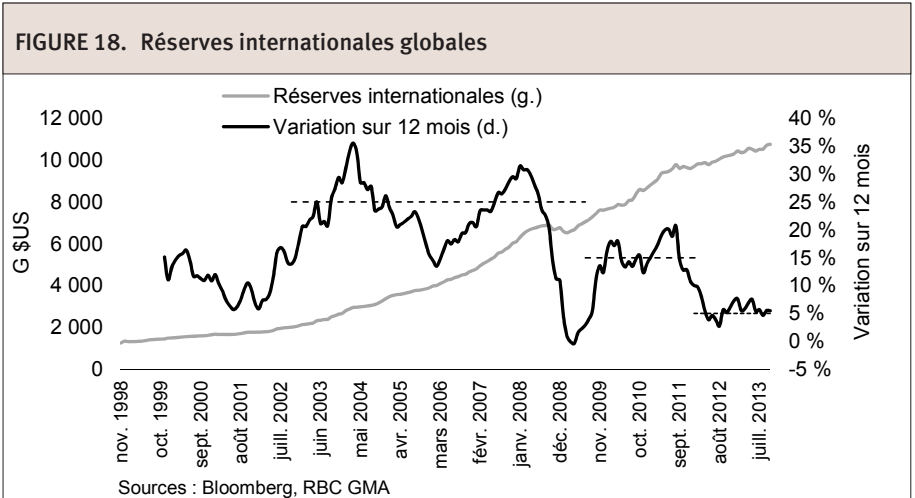


FIGURE 17. Le déficit du compte courant dépasse les placements de portefeuille



détérioration des termes de l'échange. La difficulté croissante de financement du déficit du compte courant devrait également figurer en bonne place parmi les facteurs défavorables.

Le déficit persiste depuis trois ans, mais a été financé facilement grâce aux flux de portefeuille. Ces flux diminuent toutefois régulièrement (figure 17), et compte tenu du ralentissement de la croissance des réserves constituées par les États étrangers, il ne faut pas s'attendre à ce que les flux de portefeuille compensent le déficit. Au cours des dix dernières années, le taux de croissance annuel des réserves de change est passé de 25 % avant la crise financière à 15 %, et il s'établit maintenant à 5 % (figure 18). Cette tendance pourrait se poursuivre. Lors de la réunion très suivie du troisième plénum du Parti communiste chinois, un représentant de la banque centrale a déclaré que le pays ne bénéficiait plus de la hausse de ses avoirs en devises, ce qui s'ajoute aux indications voulant que les autorités modèrent les achats de devises servant à limiter l'appréciation du renminbi. Le ralentissement de la croissance des réserves et l'éventuelle diminution de celles-ci seraient défavorables au dollar américain et aux monnaies de pays, notamment le huard, qui bénéficiaient du grand appétit des gestionnaires de réserves pour les obligations notées AAA. Il sera maintenant plus difficile pour le Canada de financer le déficit du compte courant, qui est habituellement rééquilibré au moyen de l'affaiblissement de la monnaie.



Le dernier facteur défavorable au dollar canadien est venu du gouverneur Stephen Poloz de la Banque du Canada, qui, en octobre, a abandonné le penchant de la banque centrale pour une hausse des taux adopté en avril 2012. La décision est parfaitement compréhensible, étant donné que l'inflation frôle la limite inférieure de la fourchette cible (de 1 % à 3 %) et que la banque centrale abaisse ses prévisions d'accroissement de l'indice des prix à la consommation. En fait, il est possible que la Banque du Canada emboîte le pas à la BCE et abaisse les taux. Ce n'est pas notre scénario de base, mais c'est une avenue possible, qui, si elle était empruntée, aurait pour effet d'affaiblir le huard.

Compte tenu de ces facteurs défavorables, nous ne prévoyons, ce qui surprendra peut-être, qu'une légère baisse du dollar canadien. La réputation des émetteurs d'obligations canadiennes, jugés sûrs et solvables,

constitue un facteur contraire important qui devrait empêcher un affaiblissement trop important de la monnaie. Même si les réserves de change n'augmentent pas, les gestionnaires de réserves pourraient décider de tirer parti de la faiblesse du dollar canadien pour diversifier leurs réserves existantes. Sur le plan technique, le dollar américain a suivi une trajectoire ascendante par rapport au dollar canadien au cours de la dernière année, mais il rencontre de fortes résistances entre 1,05 \$CA et 1,07 \$CA. Le dollar américain n'a pu franchir ces niveaux au cours des trois dernières années, et une échappée fournirait une autre preuve de la généralisation du marché haussier du billet vert.

Des facteurs fondamentaux tels que les évaluations, les politiques monétaires relatives, la sensibilité aux prix des marchandises et la perte de compétitivité devraient être suffisants

pour vaincre la résistance technique à long terme. Dans le contexte général de renforcement du dollar, nous prévoyons que le huard aura cédé quelques points de pourcentage par rapport à ses niveaux actuels à la fin de 2014.

En conclusion, le marché haussier du dollar américain en est à ses débuts, et nous sommes portés à croire que ce marché, qui s'est amorcé il y a deux ans et a entraîné une progression de 10 % du dollar américain, revalorisera le billet vert de 40 % et durera six ans. Malgré les reculs inévitables, le

dollar américain devrait poursuivre sa progression, dont le rythme et l'ampleur varieront selon les monnaies. Les négociateurs peuvent s'inquiéter des fluctuations à court terme. Les investisseurs devraient pour leur part garder le cap.

## PERSPECTIVES DU MARCHÉ DES CHANGES : FACTEURS CLÉS

### EURO

#### FACTEURS FAVORABLES

##### COURT TERME

- Le momentum à court terme est positif.
- L'assouplissement des mesures d'austérité entraîne le redressement des données économiques.
- Réduction du bilan de la BCE.
- Les investisseurs diminuent la sous-pondération des actions européennes.

##### LONG TERME

- Les craintes d'éclatement de la zone euro se sont apaisées.
- Le compte courant affiche un excédent et s'améliore.
- Globalement, la situation budgétaire de l'UEM est meilleure que celle des États-Unis et du Japon.
- Les préparations visant l'union bancaire sont en cours.

#### FACTEURS DÉFAVORABLES

##### COURT TERME

- La BCE procède à un assouplissement monétaire en réponse à la faiblesse de l'inflation.
- Ralentissement en Chine et dans d'autres économies émergentes.
- Détérioration attendue du compte courant de l'Allemagne, compte tenu de l'appréciation de l'euro en regard du yen.
- Coût de financement élevé dans les pays situés en périphérie.

##### LONG TERME

- Les mesures prises par la BCE ont réglé les problèmes de liquidités, mais non ceux liés à la solvabilité.
- Le taux de chômage, supérieur à 12 %, reste élevé et devrait progresser en 2014.
- Contraction du crédit : les prêts bancaires de la zone euro sont en baisse.
- La lente croissance des réserves de change internationales indique une baisse de la demande d'euros à des fins de diversification.
- Le marché anticipe la fin du programme d'assouplissement quantitatif de la Réserve fédérale en 2014 ; la BCE devrait assouplir davantage sa politique pour pallier la faible croissance.
- Tendance haussière du dollar américain.

PRÉVISION SUR 12 MOIS : dépréciation de la euro, 1,20

### LIVRE STERLING

#### FACTEURS FAVORABLES

##### COURT TERME

- La Banque d'Angleterre pourrait cesser de communiquer son orientation future.
- L'inflation se résorbe enfin, de sorte que l'écart défavorable des taux d'intérêt réels s'atténue.

##### LONG TERME

- Les indices PMI du Royaume-Uni se raffermissent : les données de la fabrication et des services, de même que d'autres données économiques (production industrielle, ventes au détail) sont à la hausse.
- L'augmentation des prix des maisons stimule la confiance des investisseurs.
- La livre bénéficiera d'une éventuelle aversion pour le risque en Europe, le marché d'obligations d'État du Royaume-Uni étant étendu et liquide.

#### FACTEURS DÉFAVORABLES

##### COURT TERME

- La livre se rapproche du sommet de sa fourchette de trois ans.
- Les positions révèlent des achats excessifs.
- Le compte courant n'évolue pas dans la bonne direction.
- Perception de risque extrême réduite en Europe.

##### LONG TERME

- La monnaie est très vulnérable à de nouvelles perturbations du système financier mondial.
- Le ratio dette/PIB et le déficit budgétaire sont beaucoup plus élevés que ceux des États-Unis.
- Le resserrement de la politique budgétaire s'accompagne d'un assouplissement de la politique monétaire.
- Tendance haussière du dollar américain.
- À cause de la hausse persistante de l'inflation, le taux d'intérêt réel est plus faible au Royaume-Uni que dans les autres pays du G10.

PRÉVISION SUR 12 MOIS : dépréciation de la livre, 1,50

## DOLLAR CANADIEN

### FACTEURS FAVORABLES

#### COURT TERME

- L'économie américaine reprend.
- L'humeur et les positions sont plutôt défavorables.

#### LONG TERME

- Les gestionnaires de réserves sont attirés par la cote AAA des obligations canadiennes.
- Les données démographiques sont positives grâce à l'immigration.
- La situation budgétaire du Canada est bien meilleure que celle de ses pairs.
- Le secteur bancaire est solide.
- Les sociétés canadiennes sont la cible de fusions et d'acquisitions.
- Le projet d'oléoduc Énergie Est de TransCanada devrait se poursuivre et les autres projets de pipeline devraient être approuvés.

### FACTEURS DÉFAVORABLES

#### COURT TERME

- Le marché boude les valeurs refuges étant donné que les risques extrêmes ont disparu.
- Vulnérabilité au ralentissement de la croissance des marchés émergents et à la faiblesse des produits de base.
- Démantèlement du cartel de potasse asiatique.
- Les négociations sur le projet de pipeline Keystone/XL sont dans l'impasse.
- Éventuelle perturbation politique attribuable au scandale des dépenses au Sénat.

#### LONG TERME

- Le compte courant affiche un déficit quasi record qui le rend vulnérable à un ralentissement des achats d'obligations canadiennes par les investisseurs étrangers.
- La surévaluation du dollar en fonction de la PPA frôle des niveaux extrêmes.
- L'endettement excessif des ménages est ciblé par les nouvelles règles de la SCHL.
- Retard de productivité.
- La production de pétrole et de gaz aux États-Unis mine l'avantage pétrolier du Canada.
- Tendance haussière du dollar américain.

PRÉVISION SUR 12 MOIS : dollar canadien plus faible, 1,08

## YEN

### FACTEURS FAVORABLES

#### COURT TERME

- Le nombre de positions vendeur est très élevé.

#### LONG TERME

- Le yen est une valeur refuge pendant les périodes d'aversion pour le risque.
- L'ampleur du marché des obligations : un attrait pour la diversification des réserves.
- La diminution de l'inflation continue d'accroître le pouvoir d'achat du yen par rapport aux monnaies des autres pays du G10, ce qui le rend bon marché selon les taux de change effectifs réels.
- Les taux mondiaux à court terme extrêmement bas rendent les actifs étrangers intéressants, et ce, même en couvrant les risques de change.

### FACTEURS DÉFAVORABLES

#### COURT TERME

- La Banque du Japon et le gouvernement intensifient leurs achats d'actifs en vue de stimuler la croissance au moyen de leurs politiques budgétaire, monétaire et structurelle.
- Le déficit commercial devrait se maintenir en raison des importations d'énergie, qui demeurent élevées.
- La rupture du seuil de résistance technique laisse présager un nouveau recul du yen.

#### LONG TERME

- Le ratio dette publique/PIB est le pire des principales économies.
- Le profil démographique pour les 40 prochaines années est le pire de toutes les grandes économies.
- La Banque du Japon sera probablement la dernière des principales banques centrales à augmenter les taux d'intérêt ; les taux des titres américains à deux ans ne peuvent guère baisser.
- Tendance haussière du dollar américain.

PRÉVISION SUR 12 MOIS : yen plus faible, 108

# PERSPECTIVES RÉGIONALES – É.-U.

## Ray Mawhinney

Premier v.-p. et premier gestionnaire de portefeuille  
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

## Brad Willock, CFA

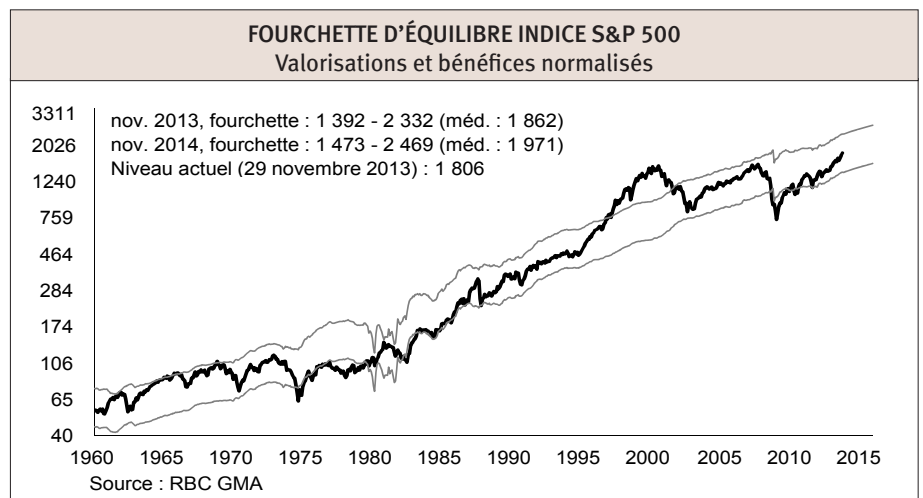
V.-p. et premier gestionnaire de portefeuille  
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

Le marché boursier américain a connu une belle progression en 2013, l'indice S&P 500 ayant pris environ 8 % lors des trois derniers mois et 26 % jusqu'à présent cette année. La référence se situe maintenant à plus de 1 100 points au-dessus de son creux de 666 atteint pendant la séance du 6 mars 2009, soit une hausse de près de 170 %. Cette progression est attribuable à l'amélioration des perspectives des marchés américains du logement et de l'emploi, à des bénéfices satisfaisants dans un contexte de faible croissance, à la réduction substantielle du déficit budgétaire des États-Unis, à la grande faiblesse de l'inflation et aux politiques monétaires mondiales extrêmement accommodantes. Dans le cadre de sa politique monétaire souple, la Réserve fédérale américaine (la « Fed ») a baissé les taux d'intérêt, a réduit les rendements des dépôts en espèces à un niveau négligeable et a diminué les probabilités de concrétisation de scénarios apocalyptiques.

L'économie des États-Unis n'est pas robuste, mais elle s'améliore. Le marché du logement continue de se raffermir, les prix des maisons augmentant dans 85 des 100 principales régions métropolitaines, et les prix montant d'environ 11 % en moyenne d'une année sur l'autre. Toutefois, le marché a ralenti pendant l'été, car le projet de la Fed visant à commencer le retrait des mesures d'assouplissement quantitatif a propulsé les taux hypothécaires vers

ÉTATS-UNIS – PONDÉRATIONS SECTORIELLES RECOMMANDÉES		
	COMITÉ DES STRATÉGIES DE PLACEMENT RBC NOVEMBRE 2013	RÉFÉRENCE S&P 500 NOVEMBRE 2013
Énergie	10,0 %	10,5 %
Matières	3,0 %	3,5 %
Industrie	12,0 %	10,9 %
Consommation non essentielle	13,0 %	12,4 %
Consommation de base	10,0 %	10,2 %
Soins de santé	13,0 %	13,0 %
Services financiers	16,0 %	16,1 %
Technologie de l'information	19,0 %	17,8 %
Services de télécommunications	2,0 %	2,4 %
Services publics	2,0 %	3,1 %

Source : RBC GMA



le haut. La maison moyenne se vend toujours à un prix très abordable d'un point de vue historique, mais nous sommes loin des aubaines d'il y a dix-huit mois. Grands acteurs du revirement du marché du logement, les investisseurs ont commencé à se retirer, laissant aux acheteurs qui prévoient occuper les logements

acquis la tâche de stimuler la demande à partir de maintenant. Le catalyseur de cette évolution est la disponibilité du crédit. Le choc subi lors de la crise financière et l'instauration de changements réglementaires a rendu les banques frileuses à l'égard des prêts hypothécaires, mais comme la situation de l'emploi s'améliore, on

peut s'attendre à ce que les banques délient les cordons de leur bourse.

L'autre aspect économique important à prendre en considération est le marché de l'emploi, qui s'améliore constamment. L'emploi dans le secteur privé aux États-Unis augmente depuis 44 mois et il a enregistré une croissance mensuelle moyenne d'environ 200 000 nouveaux postes au cours des trois derniers mois. Fait à noter, le rythme de croissance de l'emploi chez les jeunes s'est accéléré, ce qui est de bon augure pour la formation de ménages et la demande de logements. Même les gouvernements locaux et d'État allongent leurs listes de paie. Il est clair que le cycle du logement et la situation de l'emploi sont étroitement liés. La hausse des prix des maisons fait monter la valeur nette immobilière et la valeur nette globale ; elle a aussi une incidence positive sur la confiance, sur les dépenses et sur la capacité d'emprunt des consommateurs. En fait, la valeur nette immobilière sert souvent à assurer le financement ou l'expansion des sociétés, qui sont les moteurs de la croissance de l'emploi.

Les récents gains du marché boursier sont attribuables aux secteurs des produits industriels, de la consommation discrétionnaire, des matières et de la technologie de l'information, qui sont tous sensibles à la conjoncture économique. Le secteur des soins de santé favorise aussi grandement les résultats, en raison de sa progression liée à l'entrée en vigueur prochaine du *Affordable Care Act* (loi sur les soins abordables). Les secteurs sensibles à la conjoncture économique

tirent parti de l'amélioration des perspectives économiques mondiales. D'après les études, l'activité économique est en essor dans la plupart des pays développés et en Chine ; on prévoit que ces tendances se poursuivront en 2014.

Par contre, les secteurs influencés par l'évolution des taux d'intérêt, comme les services de télécommunications, les services publics, la finance et la consommation de base, accusent un retard. Ces secteurs affichent un rendement inférieur, car l'évolution de leurs résultats est étroitement liée aux rendements du marché obligataire. Celui-ci a connu une liquidation importante depuis que la Fed a commencé à laisser entendre qu'elle pourrait réduire ses mesures d'assouplissement quantitatif.

Malgré la hausse des taux obligataires, l'indice S&P 500 demeure plus attrayant que les obligations. En effet, les ratios bénéfices/cours et les rendements en flux de trésorerie disponibles du marché restent largement supérieurs aux taux des titres à revenu fixe. D'autre part, le ratio cours/bénéfice des 12 prochains mois de l'indice S&P 500 s'établit à près de 15, alors que la moyenne de ce ratio est de 13,7 depuis 1978. Même si les valorisations semblent se situer un peu au-dessus de leur juste niveau par rapport aux moyennes à long terme, il se peut qu'elles poursuivent leur ascension si l'inflation demeure modérée et que la croissance des revenus et des bénéfices des sociétés s'accélère à la fin de l'année et au début de 2014 en raison du raffermissement de la croissance économique mondiale. Toutefois, ces valorisations

signifient que les investisseurs doivent s'attendre à obtenir des rendements plus modestes.

En général, les marchés haussiers prennent fin quand les équipes de direction des sociétés sont optimistes, les activités de fusion explosent, les dépenses d'investissement et les stocks sont élevés, et que les marchés du travail sont restreints. Dans un tel contexte, la Fed relève habituellement les taux d'intérêt à court terme dans le but de freiner l'inflation découlant des excès, ce qui a pour effet de paralyser l'activité économique au cours des trimestres suivants. Étant donné qu'aucune de ces conditions n'existe à l'heure actuelle et qu'il est peu probable qu'elles apparaissent à moyen terme, nous ne croyons pas que la Fed haussera ses taux à court terme avant 2015.

Nous tenons compte d'une foule de facteurs lorsque nous décidons de la répartition de l'actif des portefeuilles. Selon nos hypothèses de référence, la croissance de l'économie intérieure s'accélérera à l'approche de 2014 à mesure que l'effet de ralentissement des mesures budgétaires s'estompera, que l'octroi de crédit bancaire s'accroîtra et que les consommateurs bénéficieront des retombées favorables de la baisse des prix des marchandises. Nous prévoyons que la croissance hors de l'Amérique du Nord favorisera aussi une meilleure conjoncture, les études montrant que près de 90 % des grandes économies sont en essor. Toutefois, bon nombre d'investisseurs sont préoccupés par le fait que l'optimisme est devenu exagéré et que le marché boursier devrait faire l'objet d'une correction importante. Bien que ces

préoccupations semblent fondées du fait que les analystes du marché sont extrêmement positifs et que le marché haussier n'a subi aucun repli d'au moins 10 % depuis plus de deux ans, elles ne tiennent pas la route après un examen statistique. Nous avons étudié des périodes où les données sur l'humeur des investisseurs étaient aussi élevées, et nous avons constaté que le rendement médian affiché six mois plus tard était supérieur à la normale. En ce qui concerne la durée du marché haussier, nous notons que

l'indice S&P 500 a progressé de 2003 à 2007 sans subir de baisse de 10 %, et que l'évolution de l'indice n'a été caractérisée par aucun repli de 10 % d'octobre 1990 à décembre 1997.

Bien que l'humeur des investisseurs et la durée du marché haussier semblent importantes, nous croyons qu'elles peuvent nous détourner des véritables facteurs responsables des rendements. Nous restons axés sur les valorisations, sur l'évolution de la croissance des revenus et des

bénéfices, sur les taux d'intérêt et sur l'inflation, ainsi que sur la situation des marchés du logement et du travail. Selon notre estimation, le contexte demeure généralement propice à une nouvelle hausse des marchés à moyen terme. Toutefois, le niveau de risque a augmenté compte tenu des valorisations actuelles et de la probabilité d'une légère hausse future des taux d'intérêt.

# PERSPECTIVES RÉGIONALES – CANADA

**Stuart Kedwell, CFA**

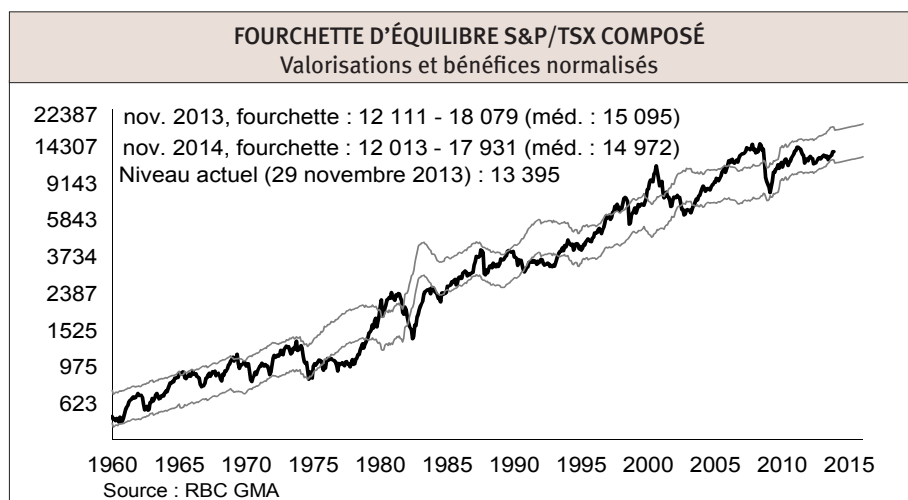
Premier v.-p. et premier gestionnaire de portefeuille  
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

L'indice composé S&P/TSX a progressé de 7 % durant le trimestre, restant à la traîne de l'indice S&P 500 et de l'indice MSCI Monde à cause du repli des actions axées sur les ressources. Le secteur financier et de nombreuses actions non liées aux ressources ont connu de bons trimestres, sans toutefois réussir à propulser l'indice global du marché canadien aux niveaux de ses homologues mondiaux. Les actions de certains secteurs sensibles à l'évolution des taux d'intérêt – particulièrement les sociétés de placement immobilier (SPI) et les services publics – ont bénéficié d'une reprise de courte durée après le report, en septembre, de la réduction des mesures d'assouplissement, mais les actions de ces secteurs ont continué d'éprouver des difficultés.

Le dollar canadien est demeuré inchangé au cours du trimestre, l'ayant terminé sur une mauvaise note après avoir frôlé la parité à la mi-septembre. Après un mois de novembre éprouvant, le dollar canadien n'est pas loin de notre cible de 1,08 \$. Les statistiques économiques nationales continuent d'être inégales et les propos de la Banque du Canada restent accommodants. La probabilité grandissante que la Banque du Canada soit à la traîne de la Réserve fédérale américaine (la « Fed ») en matière de resserrement de la politique monétaire a nui au huard. Nous prévoyons une croissance de l'économie canadienne de 2,0 % en 2014, contre 2,75 % aux États-Unis. L'activité immobilière au Canada semble s'être généralement stabilisée, mais des

CANADA – PONDÉRATIONS SECTORIELLES RECOMMANDÉES		
	COMITÉ DES STRATÉGIES DE PLACEMENT NOVEMBRE 2013	RÉFÉRENCE S&P/TSX COMPOSÉ NOVEMBRE 2013
Énergie	25,0 %	24,8 %
Matières	10,0 %	11,7 %
Industrie	9,0 %	7,9 %
Consommation non essentielle	6,0 %	5,5 %
Consommation de base	4,0 %	3,2 %
Soins de santé	2,0 %	2,9 %
Services financiers	36,5 %	35,2 %
Technologie de l'information	2,0 %	1,9 %
Services de télécommunications	4,5 %	5,2 %
Services publics	1,0 %	1,7 %

Source : RBC GMA



inquiétudes persistent au sujet de la construction excessive d'appartements en copropriété à Toronto et dans certaines autres villes. Beaucoup de stocks seront mis sur le marché au cours des 24 prochains mois, alors que la construction d'appartements en copropriété diminuera. Par conséquent, les investisseurs étudient actuellement la possibilité d'un

ralentissement de la construction et de baisses des prix, ainsi que leur incidence possible sur l'emploi.

L'évaluation du S&P/TSX, qui se situe à environ 15 fois les bénéfices de 2014, est légèrement inférieure à celle du S&P 500. Par ailleurs, les bénéfices de la référence canadienne devront fortement augmenter vis-à-vis

ceux des États-Unis afin que l'indice canadien obtienne des résultats supérieurs. Les bénéfices du S&P 500 sont passés bien au-dessus de leurs niveaux d'avant la crise financière, tandis que les bénéfices de l'indice canadien remontent avec peine. Ils se situent environ à 15 % en dessous des estimations de bénéfices maximaux en 2007. La valorisation des actions financières est généralement conforme à celle de leurs homologues américaines, mais le marché canadien du logement pourrait encore constituer un obstacle. L'évaluation des sociétés canadiennes qui exercent leurs activités hors des secteurs de la finance et des ressources s'approche de celle de leurs homologues américaines ou la dépasse légèrement. Les secteurs de l'énergie et des matières devront afficher une croissance des bénéfices supérieure à la moyenne pour que l'indice S&P/TSX augmente son rendement relatif global.

Le secteur de la finance continue d'être relativement intéressant. Les ratios cours-bénéfice des banques figurent au milieu de la fourchette historique des dernières années, les rendements en dividendes restent attrayants et les prévisions de croissance des bénéfices et des dividendes se situent aux environs de 5 %. Les bénéfices actuels sont soutenus par de faibles provisions liées au crédit, mais les marges nettes d'intérêts subissent des pressions. Selon notre hypothèse de base, lorsque les taux d'intérêt augmenteront, les bénéfices découlant des marges nettes d'intérêts supérieures devraient largement compenser l'incidence négative de la hausse des provisions. Compte tenu du fait que nous prévoyons que

la croissance intérieure sera mise à rude épreuve, nous nous concentrons sur la façon dont chaque banque investira ses fonds excédentaires, que ce soit en rachetant des actions ou en investissant dans la gestion de patrimoine et les opérations bancaires internationales. Nous croyons que ces décisions influenceront grandement sur le rendement relatif des actions.

La capacité bénéficiaire de base des assureurs s'est stabilisée au cours de l'année et le cours de leurs actions a été alimenté par l'espoir grandissant de l'atteinte d'un creux et d'une hausse des taux d'intérêt à long terme. Les actions ont enregistré un excellent rendement, mais elles n'ont toujours pas bénéficié de l'incidence favorable de la montée progressive des taux d'intérêt sur les bénéfices.

Nous sommes sélectifs dans les domaines qui sont traditionnellement les plus sensibles aux taux d'intérêt, comme les services publics et les SPI. Bon nombre de ces sociétés ont tiré parti de la diminution des coûts de financement transparaissant dans leur état des résultats pour générer des bénéfices élevés. Le ratio applicable à ces bénéfices augmente par le fait même. La hausse future des taux d'intérêt aura probablement une incidence négative sur la croissance des bénéfices et sur les évaluations des sociétés ne prévoyant pas augmenter leurs revenus au cours des prochaines années.

De nombreuses sociétés du secteur des produits industriels sont bien gérées et leurs bénéfices sont raisonnablement sensibles à l'accélération de la croissance mondiale. Le rendement des secteurs

liés aux produits industriels a récemment continué d'être fortement influencé par les chemins de fer. À moyen terme, nous prévoyons que les cours augmenteront parallèlement à la croissance des bénéfices, ce qui permettra aux investisseurs d'obtenir des rendements intéressants. À court terme, les valorisations ont toutefois fortement grimpé à cause de l'enthousiasme suscité par l'utilisation accrue du transport ferroviaire pour acheminer le pétrole brut et par d'autres projets. Nous ne serions pas surpris de voir les investisseurs encaisser leurs récents gains.

Après une intense période de fusions et d'acquisitions et de restructuration de bilans découlant de rachats d'actions et de premiers appels publics à l'épargne (PAPE) dans l'immobilier, le secteur de la consommation de base a connu un repli, compte tenu d'indices croissants d'une intensification de la concurrence dans certains marchés d'épicerie. Dans le commerce de détail, la nouvelle superficie en pieds carrés atteindra un sommet au cours des six prochains mois, et les investisseurs porteront leur attention sur la diminution éventuelle de certains obstacles posés par la concurrence en 2014.

Malgré le vif débat entourant les écarts de prix et l'accès aux pipelines dans le secteur de l'énergie, plusieurs grandes sociétés pétrolières canadiennes devraient générer des niveaux attrayants de flux de trésorerie disponibles, autofinancer un certain nombre de projets, hausser les dividendes, et, dans bon nombre de cas, faire d'autres remises de capital aux actionnaires par l'intermédiaire de rachats.

# PERSPECTIVES RÉGIONALES – EUROPE

**Dominic Wallington**

Chef des placements et chef de la direction  
RBC Asset Management UK Limited

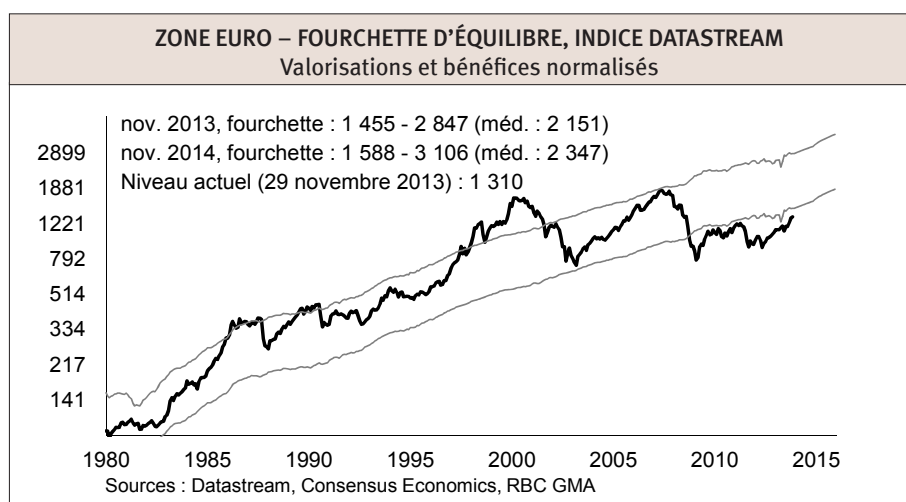
Les marchés européens ont gagné, en monnaie locale, environ 20 % au cours des douze derniers mois, dont presque la moitié lors des trois derniers mois. Le dernier trimestre a été marqué par un changement radical du comportement des investisseurs indiquant une acceptation, en général, du processus de réhabilitation des pays périphériques comme l'Espagne et la Grèce.

Le transfert d'actif vers les pays périphériques s'est accompagné d'un changement de préférence quant au style, et la valeur et le risque ont considérablement dépassé la croissance durant la même période. Nous notons depuis un certain temps des indices de stabilisation de l'économie européenne ; dans un tel cas, les investisseurs ont tendance à privilégier les actions sensibles à la conjoncture économique dont les cours ne reflètent pas l'amélioration des perspectives de croissance.

Nous prévoyons que l'Europe continuera de bien faire par rapport aux autres régions, car les ratios cours-bénéfice actuels restent grandement inférieurs à la norme. Nous continuons à croire que les sociétés de grande qualité offrent les meilleurs rendements à long terme dans n'importe quelle situation. Toutefois, nous reconnaissons que dans un contexte politique et économique plus stable, où la Banque centrale européenne prend toutes les mesures possibles pour que les liquidités restent importantes, il est probable que l'écart de valorisation

EUROPE – PONDÉRATIONS SECTORIELLES RECOMMANDÉES		
	COMITÉ DES STRATÉGIES DE PLACEMENT NOVEMBRE 2013	RÉFÉRENCE MSCI EUROPE NOVEMBRE 2013
Énergie	8,8 %	9,4 %
Matières	7,0 %	8,0 %
Industrie	13,0 %	11,5 %
Consommation non essentielle	11,0 %	9,7 %
Consommation de base	13,5 %	13,6 %
Soins de santé	13,3 %	12,6 %
Services financiers	22,8 %	22,0 %
Technologie de l'information	3,7 %	3,2 %
Services de télécommunications	4,8 %	6,1 %
Services publics	2,5 %	3,9 %

Source : RBC GMA



entre les meilleures et les pires sociétés de la région se resserrera.

Il est difficile de déterminer avec précision combien de temps durera encore le présent marché haussier, mais les indicateurs avancés restent solides, le niveau des stocks est bas en Europe et, comme il a été mentionné

plus tôt, les valorisations demeurent sous les moyennes à long terme. Comme les marchés ont déjà beaucoup progressé, il faudra des prévisions de bénéfices plus élevées pour que leur hausse se poursuive, mais des signes avant-coureurs indiquant que cela se produit se manifestent ; nous maintenons donc le plein

investissement dans les segments qui bénéficient le plus d'une amélioration de l'économie.

Nous favorisons le secteur de la consommation discrétionnaire depuis quelque temps et le seul changement important que nous avons apporté a été de réduire davantage nos placements dans les fabricants d'automobiles en raison de la très grande faiblesse de la demande en Europe (la situation semble toutefois se stabiliser actuellement). Nous mettons l'accent sur les médias, les jeux et les produits de luxe, des segments affichant une vigoureuse dynamique de croissance. Même si les valorisations ne sont pas aussi attrayantes qu'elles l'ont été, elles demeurent raisonnables, compte tenu du dynamisme opérationnel de ces segments.

Dans le secteur de la consommation de base, nous donnons toujours la priorité aux segments des boissons, des ingrédients alimentaires et des biens ménagers, qui offrent le dosage optimal de croissance et de valorisations. Nos perspectives pour les fabricants de produits alimentaires ne sont pas aussi favorables, car leurs taux de croissance et de rendement sont généralement inférieurs. La plupart des thèmes ressortant de nos placements dans ce secteur sont de nature mondiale, puisque la plus grande partie de la croissance de la demande provient des marchés émergents.

Le secteur de l'énergie a remonté au cours du dernier mois, tout comme le prix du pétrole, mais nous sommes pessimistes à son égard en raison des craintes persistantes quant à la hausse des dépenses d'investissement et à la faiblesse des prévisions de croissance

de la production des grandes sociétés pétrolières. Les valorisations attrayantes, tant sur le plan absolu que relatif, ne sont pas suffisantes pour compenser un contexte fondamental peu inspirant.

Le secteur des soins de santé a obtenu d'excellents résultats au premier trimestre de l'année, mais il n'a par la suite pu faire mieux que de suivre le marché. Les bons bilans, les flux de trésorerie vigoureux, la faible volatilité des bénéfices et l'intérêt pour le rendement du capital dont jouit le secteur se révèlent attrayants pour les fonds, accrus depuis peu, qui sont investis dans les marchés boursiers.

Du côté des finances, la performance des banques, en particulier celles de la zone euro, s'est améliorée au cours des derniers mois, tout comme les données macroéconomiques. Compte tenu de la croissance insuffisante de la demande de prêts et du resserrement du cadre réglementaire, les banques sont peu susceptibles de renouer avec la rentabilité qu'elles ont connue avant la crise financière. De nombreuses banques peineront donc à dégager des rendements supérieurs au coût de leurs fonds propres. Dans le segment des banques, nous privilégions toujours les institutions qui affichent un rendement des capitaux propres élevé et de solides bilans. Cette préférence nous éloigne donc de la zone euro au profit des pays nordiques.

Le contexte de faiblesse des taux d'intérêt a plombé les produits à rendement garanti que vendent certaines compagnies d'assurance vie. Toutefois, ces pressions ont un peu diminué depuis la remontée des taux obligataires en mai, à la suite des

déclarations de la Fed sur la réduction des mesures d'assouplissement.

Dans d'autres segments d'assurance, les compagnies spécialisées dans l'assurance de biens et de risques divers, ainsi que dans la réassurance, ont pu augmenter leurs tarifs suite à l'avalanche de catastrophes naturelles l'an dernier. Nos placements restent axés sur le secteur de l'assurance multirisque, surtout en Scandinavie.

Dans le secteur des produits industriels, nous avons accordé notre préférence à la garantie de croissance et aux rendements élevés et stables, ou aux sociétés dont l'exploitation s'améliore, surtout quand l'essor découle d'une hausse de l'efficacité. Bien que les bénéfices publiés par certains producteurs de biens d'équipement soient loin d'être impressionnants, quelques indicateurs montrent que leurs perspectives se stabilisent ou s'améliorent. Par conséquent, ils ont peut-être atteint un creux. En raison de la composition de ce secteur, nous privilégions les sociétés à moyenne capitalisation.

La technologie de l'information reste l'un de nos secteurs de prédilection en Europe. Selon nous, les sociétés de logiciels profiteront de la hausse des dépenses des entreprises au cours des prochaines années. Comme le secteur de la technologie de l'information a affiché des résultats médiocres au cours de la première décennie des années 2000, les attentes restent relativement modestes et les dirigeants font preuve d'une meilleure rigueur dans la gestion du capital. De plus, les bilans sont particulièrement robustes.

La pondération de nos placements dans les services de télécommunications a

diminué en raison de la consolidation ; l'une de nos principales positions, Kabel Deutschland, a été supprimée du portefeuille après une offre publique d'achat de la compagnie de téléphonie mobile Vodafone. Les sociétés de télécommunications européennes traditionnelles commencent à mieux se comporter, mais leurs perspectives de croissance restent faibles et leurs bilans sont lourds. Ces deux facteurs contrebalancent fortement la faiblesse relative des évaluations et les rendements en dividendes élevés.

Nous avons fait preuve de pessimisme à l'égard du secteur des matières. Les sociétés minières ont connu une

contreperformance marquée et n'ont plus les valorisations typiques des sociétés de croissance qu'ils avaient acquises durant une décennie de hausse. Les rendements en dividendes du secteur sont actuellement légèrement supérieurs à ceux du marché. Par conséquent, le secteur nous paraît plus intéressant, de sorte que nous pourrions commencer à accroître lentement sa pondération.

Nous sommes pessimistes à l'égard du secteur des services publics, dont les titres se négocient à bon prix par rapport à l'ensemble du marché et offrent les rendements en dividendes les plus élevés. Toutefois,

tout soutien lié aux valorisations est réduit par la faiblesse des données fondamentales. L'effet conjugué de la capacité excédentaire dans bon nombre de marchés et de la faiblesse de la demande continue d'exercer des pressions à la baisse sur les prix de l'énergie. Le cadre réglementaire pose problème depuis un certain temps, mais la situation pourrait bien commencer à se stabiliser dans certaines régions de l'Europe. Nous surveillerons attentivement les changements apportés à la réglementation, car nos rendements futurs en dépendent grandement.

# PERSPECTIVES RÉGIONALES – ASIE

## Mayur Nallamala

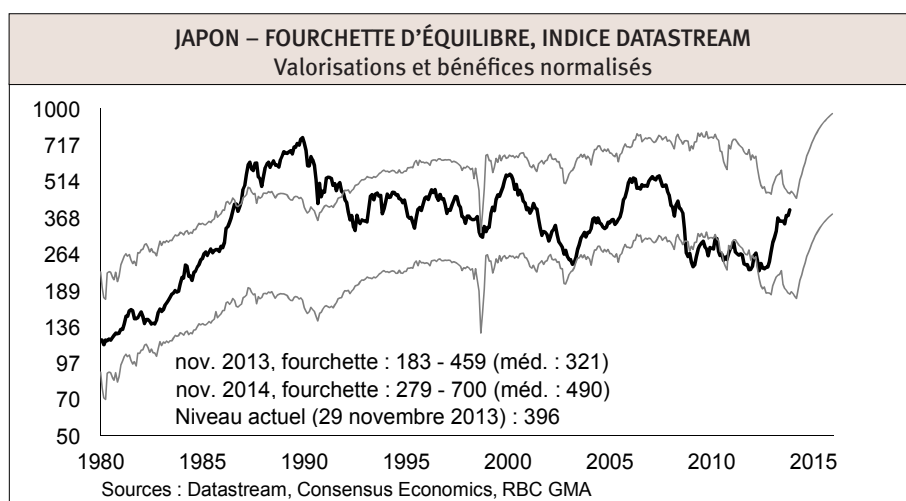
Chef et premier gestionnaire de portefeuille  
RBC Investment Management (Asia) Limited

Les marchés boursiers asiatiques ont bénéficié de la décision de report de la réduction des mesures d'assouplissement prise par la Réserve fédérale américaine en septembre. Cette annonce a fait bondir les actions après la vente massive entreprise en mai. La croissance meilleure que prévu du PIB de la Chine et le regain de confiance du secteur privé signalé par les sondages servant à établir l'indice des directeurs d'achats ont également favorisé les actions asiatiques. Les économies axées sur les exportations de la Corée du Sud et de Taïwan ont profité de l'amélioration des données économiques des États-Unis et de l'Europe. Le marché boursier japonais a par ailleurs continué de fonctionner à son propre rythme, n'affichant que de modestes gains. Si le yen ne faiblit plus, les investisseurs resteront probablement dans l'expectative et évalueront l'impact des stimulants monétaires, ainsi que la réussite du gouvernement Abe en ce qui concerne la mise en place des réformes structurelles – la « troisième flèche » du programme gouvernemental visant à revitaliser l'économie.

Au Japon, l'importante amélioration de la rentabilité des sociétés se reflète maintenant dans les valorisations boursières. Le yen devrait se raffermir au cours de l'année qui vient, et les autorités gouvernementales ont commencé, après une période de calme relatif, à tenir des propos susceptibles de faire baisser la devise. La population demeure généralement favorable à l'Abenomie, et les indices

JAPON – PONDÉRATIONS SECTORIELLES RECOMMANDÉES		
	COMITÉ DES STRATÉGIES DE PLACEMENT RBC NOVEMBRE 2013	RÉFÉRENCE MSCI PACIFIQUE NOVEMBRE 2013
Énergie	1,3 %	2,1 %
Matières	7,0 %	8,4 %
Industrie	17,4 %	15,4 %
Consommation non essentielle	17,0 %	15,7 %
Consommation de base	6,3 %	6,4 %
Soins de santé	4,7 %	4,8 %
Services financiers	31,9 %	33,2 %
Technologie de l'information	7,6 %	6,3 %
Services de télécommunications	4,9 %	4,6 %
Services publics	2,0 %	3,1 %

Source : RBC GMA



de la confiance des consommateurs et des entreprises demeurent encourageants. Le mandat clair confié au gouvernement à la suite de sa victoire aux élections de la Chambre haute facilitera la mise en place des réformes structurelles à long terme, nécessaires au maintien de l'élan économique pris l'an dernier.

Nous continuons d'être optimistes à l'égard des actions japonaises sur le plan régional et à court terme, mais nous sommes conscients qu'il reste d'importants obstacles à l'implantation des réformes. Les perspectives économiques de l'Asie excluant le Japon pour les prochains mois sont tributaires d'un

ensemble de facteurs régionaux et mondiaux qui devraient, à notre avis, se répercuter de différentes façons sur différents pays.

Les pays émergents de l'Asie comme ceux du bloc de libre-échange de l'ASEAN et l'Inde souffriront du retrait éventuel des mesures d'assouplissement et de la hausse des taux obligataires à long terme, vu qu'ils sont les premiers à tirer avantage des politiques d'assouplissement monétaires en place et qu'ils ont absorbé d'importantes entrées de capitaux. Les marchés obligataires seront les plus vulnérables. D'un point de vue macroéconomique, les exportateurs comme la Corée du Sud et Taiwan sont mieux protégés, car le retrait des mesures d'assouplissement suppose un raffermissement de l'économie américaine susceptible de renforcer la demande des biens de ces pays.

Il est à souhaiter que les marchés ne réagissent plus de façon extrême lorsqu'il sera une nouvelle fois question de réduction des mesures d'assouplissement, puisqu'ils ont déjà été avertis cette année. Cela dit, les sorties de capitaux n'ont pas été considérables dans les derniers mois en Indonésie, où le déficit du compte courant est plutôt prononcé. Cette situation laisse entrevoir l'une des deux possibilités suivantes : la confiance des investisseurs est restée intacte pour le long terme ou, plus vraisemblablement, la braderie du printemps dernier s'est produite beaucoup trop rapidement pour que les gestionnaires aient pu rajuster les portefeuilles sans risquer de grosses pertes.

Les statistiques du dernier trimestre sur l'économie chinoise justifient l'optimisme de ceux qui affirment que le commerce international et la croissance sont sur la bonne voie. D'un point de vue global concernant l'Asie, ces perspectives sont nettement positives puisque le commerce intrarégional a pris davantage d'importance dans les dernières années. La Chine est maintenant le principal partenaire commercial de nombreux pays asiatiques, qui en retireront un grand soulagement dans une période de croissance économique relativement faible aux États-Unis et en Europe. Les données de l'indice PMI chinois ont été encourageantes récemment, mais il faut rappeler que d'importants facteurs saisonniers doivent être pris en considération dans l'évaluation de ces données. Les statistiques économiques seront vraisemblablement moins nombreuses à l'approche de la période du nouvel an chinois en janvier.

Les réformes promulguées après les principales rencontres des décideurs politiques en Chine (troisième séance plénière) en novembre ont été décevantes. Le gouvernement dirigé par le nouveau président Xi continuera d'être plus audacieux que son prédécesseur en ce qui concerne la mise en place des réformes. La politique économique est toutefois gradualiste depuis des décennies, et nous ne voyons aucune raison qui motiverait un changement. La parution imminente des résultats de la vérification nationale des finances des gouvernements locaux est une question plus pertinente pour les investisseurs. Les niveaux

d'endettement dans certains segments de l'économie et au sein de certaines sociétés d'État sont malsains et intenables. La vérification permettra de s'attaquer à la mauvaise répartition des capitaux dans l'économie en orientant le crédit vers le secteur privé au détriment des sociétés d'État dominantes, qui bénéficient actuellement de la plus grosse part des prêts bancaires.

Les problèmes politiques affligeant d'autres marchés asiatiques commenceront probablement à retenir l'attention au cours des prochains mois. La saison des élections approche en Inde et en Indonésie. Récemment, ces pays ont été aux prises avec des déficits de compte courant qui ont exercé des pressions sur leurs devises respectives. Une autre caractéristique commune à la situation de ces deux pays est la chute de popularité des gouvernements du premier ministre indien, Manmohan Singh, et du président indonésien, Susilo Bambang Yudhoyono, qui se sont montrés incapables de mettre en place des mesures de réforme adéquates au cours de leurs mandats. Aucun de ces chefs de gouvernement ne reçoit des appuis solides. Il en résulte un climat d'incertitude qui assombrit les perspectives économiques des deux pays. En Thaïlande, des manifestations ont de nouveau eu lieu dans les rues, alors que l'opposition essaie de défaire le gouvernement élu.

Les marchés boursiers australiens ont affiché dernièrement de solides résultats, tirant parti dans une certaine mesure de l'amélioration cyclique des données en Chine. La confiance des

consommateurs et des entreprises a également pris du mieux après la formation d'un gouvernement de coalition qui, du fait qu'il n'est pas dirigé par le parti travailliste, a revigoré les perspectives économiques. Le redressement du marché du logement

dans les États qui ne dépendent pas fortement des ressources naturelles semble s'accroître dans un contexte de faiblesse record des taux d'intérêt. La durabilité du raffermissement est cependant remise en question en raison de la forte réduction des

dépenses d'investissement liées aux mines, laquelle devra être compensée par une hausse de la demande intérieure pour que la croissance économique globale soit soutenue.

# PERSPECTIVES RÉGIONALES – MARCHÉS ÉMERGENTS

## Laurence Bensafi

Chef déléguée et gestionnaire de portefeuille  
RBC Asset Management UK Limited

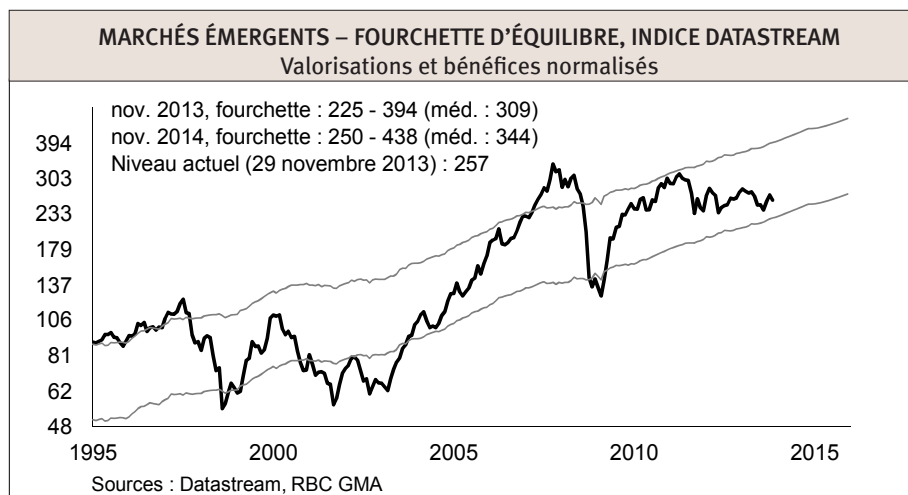
## Mathieu Nègre

Gestionnaire de portefeuille  
RBC Asset Management UK Limited

Après avoir connu un recul pendant l'été, les actions de marchés émergents ont rebondi en septembre et en octobre. Elles ont cédé une partie de leurs gains en novembre, mais demeurent au-dessus de leurs creux estivaux. À la suite de ces résultats, les actions des marchés émergents dégagent toujours, en raison des préoccupations macroéconomiques, un rendement cumulatif annuel inférieur à celui des actions des marchés établis. Certaines de ces préoccupations sont propres aux marchés émergents, mais d'autres se posent à l'échelle mondiale. De plus, plusieurs vents contraires se sont stabilisés ou ont faibli au cours des trois derniers mois.

La hausse des taux obligataires constitue toujours la principale difficulté. Les ventes massives d'obligations de marchés émergents ont nui aux actions, car elles ont entraîné un accroissement des coûts de financement et un affaiblissement des devises dans certains marchés. Les écarts relatifs aux obligations de marchés émergents ont déjà commencé à s'amenuiser par rapport aux sommets atteints en juin. Le report, par la Réserve fédérale des États-Unis, du début de la réduction des achats d'actifs devrait favoriser la reprise des titres à revenu fixe de marchés émergents, et le récent report agit en ce sens, comme le montre la lente diminution des écarts.

Les rendements des actions de marchés émergents ont aussi été bridés par la fermeté du dollar américain. Le billet vert a commencé



l'année en force et l'évocation par la Réserve fédérale de la possibilité qu'elle réduise ses achats d'actifs a fait craindre qu'il gagne encore du terrain. L'indice du dollar américain s'est cependant replié et se situe maintenant à peu près au même niveau qu'au début de l'année. Bien que les actions de marchés émergents et le dollar américain évoluent généralement en sens contraire, il est important de se rappeler que la plupart des monnaies de marchés émergents demeurent bon marché, selon la parité des pouvoirs d'achat, dans une perspective à long terme et sont soutenues par les perspectives prometteuses à long terme des économies en développement.

En Chine, la question des niveaux d'endettement élevés nous préoccupe toujours à long terme. Toutefois, elle nous inquiète moins à court terme, car la croissance économique pour le troisième trimestre a été plus élevée que prévu. Le financement octroyé

par et à des entités non contrôlées par l'État – appelé le financement social – cadre avec une croissance modérée. Les chiffres du mois d'octobre indiquent un ralentissement important du financement non bancaire, ce que nous considérons comme encourageant. Les prévisions générales de croissance du produit intérieur brut (PIB) ont augmenté depuis le dernier trimestre, et l'adoption éventuelle d'autres réformes dans le secteur financier suscite de grands espoirs. Un ralentissement de l'économie qui serait attribuable à une baisse des dépenses d'infrastructure rehausserait en fait la qualité de la croissance intérieure. Ce rééquilibrage, attendu depuis quelque temps, serait favorable à long terme.

Les prévisions de bénéfices des sociétés de marchés émergents ont nettement remonté après avoir touché des creux, et la poursuite de cette tendance pourrait entraîner le marché vers le haut. Nous attendons

d'obtenir d'autres confirmations, car cet indicateur, après avoir fortement repris, semble maintenant hésitant. Pour le moment, le mouvement est assez généralisé et tous les secteurs font l'objet de révisions à la hausse depuis le mois d'août, au premier chef ceux de la consommation discrétionnaire, des services publics et des soins de santé.

Les marchés émergents pâtissent aussi du fait que les marges de profit y sont en général plus étroites que dans les pays développés. Cela dit, les principaux facteurs à l'origine de la compression des marges ont commencé à s'atténuer. D'abord, la modération des prévisions de croissance favorise un ralentissement des hausses de salaire. En second lieu, l'affaiblissement des monnaies contribue à améliorer la compétitivité. Des signes tangibles révèlent que les marges de profit bénéficieront de ces tendances après une période de recul de la rentabilité, et nous pensons que le marché devrait anticiper le revirement comme par le passé. De plus, les rendements des capitaux propres s'établissent actuellement à de faibles niveaux dans les marchés émergents par rapport à ceux qui sont obtenus dans les marchés établis, ce qui devrait servir d'indicateur à contre-courant. La dernière fois où les rendements des capitaux propres se sont situés à des niveaux comparables remonte à la fin des années 1990, soit au lendemain de la crise asiatique, et les marchés émergents avaient dégagé des rendements supérieurs dans les années suivantes, lorsque les marges avaient commencé à s'accroître.

Si nous nous tournons vers l'avenir, les principaux facteurs structurels

propices à la production de résultats supérieurs par les titres de marchés émergents demeurent présents. D'abord, la croissance du PIB est sensiblement plus élevée que la moyenne. Nous pensons qu'elle demeurera à moyen terme, à moins qu'une crise systémique n'éclate. À titre d'exemple, la jeunesse de la population et l'urbanisation sont de puissants moteurs de croissance à long terme qui sont là pour rester. Le Fonds monétaire international estime que les économies des marchés émergents progresseront plus rapidement que celles des marchés établis pendant au moins la prochaine décennie. Il est probable que les récents investissements en santé, en éducation et dans l'infrastructure continueront d'accroître la productivité dans les marchés en développement.

Les mesures de valorisation à long terme militent aussi en faveur des marchés émergents. La valeur de l'indice MSCI Marchés émergents est inférieure de 27 % à celle de l'indice mondial MSCI en fonction du ratio cours/bénéfice (C/B) prévisionnel sur 12 mois, ce qui apporte un certain soutien à court terme. Le ratio cours/valeur comptable de l'indice des marchés émergents oscille autour de 1,5, soit une valeur attrayante et peu sensible aux révisions de bénéfices sur le plan historique. Abstraction faite de l'épisode de la crise financière mondiale, seulement quelques points de pourcentage séparent ce ratio des creux de dix ans. De plus, le ratio C/B corrigé des influences conjoncturelles (un outil d'évaluation qui atténue l'effet des fluctuations de bénéfices à court terme) confirme que les titres de marchés émergents

sont relativement bon marché dans une perspective à long terme. Si l'on ne tient pas compte de la crise de 2008, les niveaux actuels sont les plus bas depuis 2003. En outre, ils sont de loin inférieurs à ceux des actions américaines et européennes selon les normes historiques.

Finalement, les données techniques sont favorables. Les mouvements d'investissements se sont stabilisés après les rachats massifs qui ont eu lieu entre mai et août, et des rentrées de fonds importantes ont été enregistrées vers la fin d'octobre. Les investisseurs demeurent généralement prudents à l'égard des marchés émergents, les enquêtes sur les placements indiquant que la part attribuée aux marchés en développement est aussi faible qu'il y a dix ans. Compte tenu des forces structurelles susmentionnées, il est probable que cette situation changera avec le temps.

Fait intéressant, la récente reprise des actions de marchés émergents est en partie attribuable aux actions de croissance. Les actions de valeur ont obtenu de bons résultats, mais inférieurs à ceux auxquels nous nous serions attendus dans un contexte de relèvement des prévisions de croissance. Par contre, les actions productrices de dividendes élevés et les actions à faible bêta, qui sont habituellement moins volatiles que l'ensemble du marché, se sont laissés distancer. Les actions à faible bêta, qui sont en corrélation positive avec les actions de qualité, dépassent néanmoins, malgré leurs rendements inférieurs à court terme, la moyenne cumulative annuelle du marché. Dans l'ensemble, les titres

des émetteurs ayant relevé leurs prévisions de bénéfices continuent d'afficher les meilleurs rendements parmi les styles que nous suivons.

Pour ce qui est de notre positionnement, nous établissons nos pondérations sectorielles en fonction de facteurs structurels à long terme. Nous sommes optimistes à

l'égard des perspectives des actions et des secteurs qui profitent de la croissance intérieure des marchés émergents, notamment ceux de la finance et de la consommation, qui en seront les principaux bénéficiaires. La pondération du secteur de la technologie de l'information a été légèrement abaissée cette année en raison de la prise de bénéfices,

surtout en ce qui concerne les actions qui avaient atteint leur pleine valeur. Néanmoins, la demande de technologie semble très forte, car de nombreux gadgets électroniques sont devenus des produits de première nécessité dans le monde d'aujourd'hui.

# COMITÉ DES STRATÉGIES DE PLACEMENT RBC

## MEMBRES

---



**DANIEL E. CHORNOUS, CFA**  
CHEF DES PLACEMENTS  
RBC GESTION MONDIALE D'ACTIFS INC.

PRÉSIDENT, COMITÉ DES STRATÉGIES DE PLACEMENT RBC

Dan Chornous est le chef des placements de RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. Le total des actifs sous gestion de ce groupe se chiffre à 270 milliards de dollars. M. Chornous est chargé de l'orientation générale de la politique de placement et de la gestion des fonds. En outre, il préside le Comité des stratégies de placement RBC, le groupe chargé des recommandations générales de répartition de l'actif et de l'établissement des portefeuilles de titres à revenu fixe et d'actions destinés aux principaux groupes clients de RBC Gestion de patrimoine, qui comprennent les fonds communs de placement de détail, Gestion internationale de patrimoine, RBC Dominion valeurs mobilières Inc. et RBC Phillips, Hager & North Services-conseils en placements inc. Il siège également au Conseil d'administration de la Canadian Coalition for Good Governance et en préside le comité des affaires publiques. Avant son arrivée à RBC Gestion d'Actifs en novembre 2002, M. Chornous était premier directeur général, Recherche sur les marchés des capitaux ainsi que stratège en chef à RBC Marchés des Capitaux. À ce titre, il était responsable de l'élaboration des prévisions de la société pour les économies et les marchés financiers au Canada et ailleurs, de même qu'il dirigeait les équipes d'analyse technique, quantitative et économique de la société à l'échelle mondiale.



**STEPHEN BURKE, PHD, CFA**  
VICE-PRÉSIDENT ET GESTIONNAIRE DE PORTEFEUILLE  
RBC GESTION MONDIALE D'ACTIFS

M. Burke est gestionnaire de portefeuille de titres à revenu fixe et chef, Recherche quantitative, à savoir l'équipe interne chargée de mettre au point des solutions de recherche quantitative facilitant la prise des décisions de placement partout dans l'entreprise. Il est aussi membre du Comité de répartition de l'actif de Phillips, Hager & North gestion de placements ltée (PH&N). Il est entré au service de l'entreprise en 2002. Au début de sa carrière, M. Burke a travaillé pendant six ans pour une société de conseil en placement, où il est rapidement devenu associé et gestionnaire de portefeuilles de titres à revenu fixe. Il s'est ensuite retiré deux ans pour entreprendre un doctorat en finance, qu'il a obtenu aux termes des trois années suivantes tout en exerçant les fonctions de gestionnaire de portefeuilles de titres à revenu fixe pour une société de fonds communs de placement. M. Burke a obtenu le titre d'analyste financier agréé (CFA) en 1994.



**DAGMARA FIJALKOWSKI, MBA, CFA**  
CHEF, TITRES MONDIAUX À REVENU FIXE ET DEVISES  
(TORONTO ET LONDRES)  
RBC GESTION MONDIALE D'ACTIFS

À titre de chef, Titres mondiaux à revenu fixe et devises à RBC Gestion mondiale d'actifs, M<sup>me</sup> Fijalkowski dirige une équipe de 15 portefeuillistes à Toronto et à Londres et veille à la gestion d'actifs totalisant plus de 40 milliards de dollars. En tant que gestionnaire de portefeuille, M<sup>me</sup> Fijalkowski supervise des programmes de couverture du risque de change et de gestion active des devises pour les fonds de titres à revenu fixe et d'actions, et cogère plusieurs portefeuilles d'obligations de la société. M<sup>me</sup> Fijalkowski préside le Comité Titres mondiaux à revenu fixe et devises. Elle est aussi membre du Comité de la politique des investissements RBC, lequel détermine la composition de l'actif pour les produits de placement équilibré RBC ainsi que du Comité des stratégies de placement RBC, lequel détermine les stratégies mondiales de la société.



**STUART KEDWELL, CFA**  
PREMIER V.-P. ET PREMIER  
GESTIONNAIRE DE PORTEFEUILLE  
RBC GESTION MONDIALE D'ACTIFS

M. Kedwell a commencé sa carrière en participant au programme Généraliste de RBC Dominion valeurs mobilières, ce qui lui a permis d'occuper divers postes au sein des services des titres à revenu fixe, de la recherche sur actions, du financement d'entreprise et des services aux particuliers. Une fois le programme terminé, il a intégré le Groupe conseils en gestion de portefeuilles de RBC Investissements et il a été membre des comités des stratégies de placement et de sélection des titres RBC DVM. Il est par la suite entré au service de RBC Gestion mondiale d'actifs en tant que premier gestionnaire de portefeuille, et il gère à présent le Fonds canadien de dividendes RBC, le Fonds nord-américain de valeur RBC et d'autres mandats. Il est le cochef de l'équipe responsable des actions canadiennes pour RBC Gestion mondiale d'actifs.



**ERIC LASCELLES**  
ÉCONOMISTE EN CHEF  
RBC GESTION MONDIALE D'ACTIFS

À titre d'économiste en chef de RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. (RBC GMA), M. Lascelles est responsable de la mise à jour des prévisions de la société pour l'économie mondiale et de la production de recherches macroéconomiques. Il est également membre du Comité des stratégies de placement RBC, soit le groupe responsable des recommandations générales de répartition de l'actif de RBC GMA. M. Lascelles livre fréquemment des commentaires dans les médias et fait régulièrement des présentations au sein et à l'extérieur de RBC GMA. Avant de se joindre à RBC GMA au début de 2011, il a passé six ans dans une importante société de valeurs mobilières, dont les quatre dernières années en tant qu'économiste en chef et stratège, Taux d'intérêt. Auparavant, il a travaillé comme économiste pour une grande banque canadienne et comme économiste-rechercheur pour un organisme du gouvernement fédéral.



**HANIF MAMDANI**  
CHEF DES PLACEMENTS ALTERNATIFS  
RBC GESTION MONDIALE D'ACTIFS

Hanif Mamdani est le chef des placements en obligations de sociétés et des placements alternatifs. Il est responsable de la stratégie de portefeuille et de l'exécution des opérations relatives à toutes les obligations de sociétés de première qualité et à rendement élevé. Il est le premier gestionnaire du Fonds d'obligations à rendement élevé PH&N et du Fonds à rendement absolu PH&N (fonds de couverture multistratégique). Il est aussi membre du Comité de répartition de l'actif. Avant d'entrer au service de PH&N en 1998, M. Mamdani a travaillé pendant 10 ans à New York, où il a exercé diverses fonctions dans les domaines du financement des entreprises, des marchés financiers et des opérations pour compte propre au sein de deux banques d'investissement mondiales. Il est titulaire d'une maîtrise de l'université Harvard et d'un baccalauréat du California Institute of Technology (Caltech).



**RAY MAWHINNEY**  
PREMIER VICE-PRÉSIDENT ET  
PREMIER GESTIONNAIRE DE PORTEFEUILLE  
RBC GESTION MONDIALE D'ACTIFS

En tant que président du Comité des actions américaines de RBC Gestion mondiale d'actifs, M. Mawhinney, en collaboration avec son équipe, est responsable de la gestion des placements en actions américaines. Il possède un bagage impressionnant à ce titre, puisqu'il se spécialise dans les actions américaines depuis 1984 et qu'il a participé à la gestion de la quasi-totalité des fonds d'actions américaines de la société. Il est entré au service de notre entreprise en 1992. M. Mawhinney est également membre du Comité de la politique de placement RBC, lequel fixe la composition de l'actif des produits équilibrés, et du Comité des stratégies de placement RBC, responsable de l'élaboration des stratégies mondiales de répartition d'actif pour les fonds communs de placement et les portefeuilles d'investisseurs institutionnels et de particuliers fortunés. Il détient un baccalauréat en commerce (spécialisation en finance) avec distinction de l'Université du Manitoba.



**MARTIN PALECZNY, CFA**  
VICE-PRÉSIDENT ET PREMIER  
GESTIONNAIRE DE PORTEFEUILLE  
RBC GESTION MONDIALE D'ACTIFS

Martin Paleczny, qui œuvre dans le domaine des placements depuis 1994, a commencé sa carrière au sein de Gestion de portefeuilles Banque Royale. Il y a acquis une expertise en gestion des produits dérivés et y a élaboré une politique et un processus liés à ces produits. Il est également spécialiste de l'analyse technique et se sert de son expérience pour mettre en place des produits dérivés et des stratégies de couverture pour des fonds d'actions, des fonds à revenu fixe, des fonds axés sur les devises et des fonds liés aux marchandises. Depuis qu'il est gestionnaire de portefeuille, M. Paleczny s'est concentré sur des stratégies de répartition mondiale pour l'ensemble des actifs en mettant l'accent sur l'utilisation de contrats à terme (normalisés et de gré à gré) et d'options. Il joue également le rôle de conseiller du Comité des stratégies de placement RBC en matière d'analyse technique.



**WILLIAM E. (BILL) TILFORD**  
CHEF, PLACEMENTS QUANTITATIFS  
RBC GESTION MONDIALE D'ACTIFS

M. Tilford est chef, Placements quantitatifs, à RBC Gestion mondiale d'actifs et est responsable de l'élargissement des ressources de la société en placements quantitatifs. Avant d'entrer au service de RBC GMA en 2011, M. Tilford occupait le poste de vice-président et chef des Titres de sociétés – marché mondial dans une société d'État, où il était membre du comité sur les placements. Il assumait notamment la responsabilité des programmes de sélection des titres parmi les actions mondiales et les titres de créance d'entreprises à l'aide des analyses fondamentale et quantitative. Il a également géré l'un des plus grands portefeuilles neutres par rapport au marché et de superposition. M. Tilford a auparavant travaillé pendant 12 ans dans une grande société de gestion d'actifs au Canada. En tant qu'associé, il a contribué à y former une équipe des placements quantitatifs gérant des fonds de base, des fonds à style prépondérant et d'autres fonds canadiens et américains. Il œuvre dans le secteur des placements depuis 1986.

## CHEFS, ACTIONS MONDIALES

Ray Mawhinney	Premier v.-p. et premier gestionnaire de portefeuille, Actions américaines et mondiales, RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.
Mayur Nallamala	Chef et premier gestionnaire de portefeuille, Actions asiatiques, RBC Investment Management (Asia) Limited
Dominic Wallington	Chef des placements et chef de la direction, RBC Asset Management UK Limited
Philippe Langham	Premier gestionnaire de portefeuille, Marchés émergents, RBC Asset Management UK Limited
Paul Johnson	V.-p. et premier gestionnaire de portefeuille, Actions mondiales, RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

## COMITÉ CONSULTATIF, ACTIONS MONDIALES

Chris Beer, CFA	V.-p. et premier gestionnaire de portefeuille, Actions canadiennes et mondiales (énergie et matières), RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.
Stuart Morrow, CFA	Gestionnaire et premier analyste, Recherche sur actions mondiales (finances et consommation discrétionnaire), RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.
Martin Paleczny, CFA	V.-p. et premier gestionnaire de portefeuille, Répartition de l'actif et produits dérivés, RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.
Rob Cavallo, CFA	Analyste, Actions mondiales (consommation de base et soins de santé), RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.
John Richards	Analyste, Actions mondiales (services financiers mondiaux et consommation non essentielle), RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.
Matt Gowing	Analyste, Actions mondiales (technologie de l'information, médias et services de télécommunications), RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

## COMITÉ CONSULTATIF, TITRES MONDIAUX À REVENU FIXE ET DEVISÉS

Soo Boo Cheah, MBA, CFA	Premier gestionnaire de portefeuille, Titres mondiaux à revenu fixe et devises, RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.
Dagmara Fijalkowski, MBA, CFA	Chef, Titres mondiaux à revenu fixe et devises (Toronto et Londres), RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.
Suzanne Gaynor	V.-p. et première gestionnaire de portefeuille, Titres mondiaux à revenu fixe et devises, RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.
George Riley, FSCI	Chef, Gestion discrétionnaire de portefeuille, RBC Gestion de patrimoine – Royaume-Uni et services fiduciaires

Le présent rapport a été préparé par RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. (RBC GMA Inc.) à titre d'information seulement et ne doit pas être reproduit, distribué ou publié sans le consentement écrit préalable de RBC GMA Inc. Aux États-Unis, ce rapport est fourni par RBC Global Asset Management (U.S.) Inc., un conseiller en placement agréé par le gouvernement fédéral et fondé en 1983. RBC Gestion mondiale d'actifs (RBC GMA), division de gestion d'actifs de la Banque Royale du Canada (RBC), regroupe RBC Gestion mondiale d'actifs Inc., RBC Global Asset Management (U.S.) Inc., RBC Alternative Asset Management Inc. et BlueBay Asset Management LLP, qui sont des entités juridiques distinctes et affiliées.

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. 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. En raison de la possibilité que survienne une erreur humaine ou mécanique ainsi que d'autres facteurs, notamment des inexactitudes techniques et des erreurs ou omissions typographiques, RBC GMA décline toute responsabilité à l'égard des erreurs ou des omissions que pourrait contenir le présent document. 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 garantit explicitement ou implicitement l'exactitude, l'intégralité ou la pertinence. RBC GMA et ses sociétés affiliées n'assument pas la responsabilité des erreurs ou omissions.

Les opinions et les estimations que renferme ce document représentent notre jugement à la date indiquée et peuvent être modifiées sans préavis ; elles sont fournies de bonne foi, mais n'impliquent aucune responsabilité légale. Dans la mesure autorisée par la loi, ni RBC GMA ni ses sociétés affiliées ni aucune autre personne n'assument une responsabilité quelconque à l'égard de toute perte découlant directement ou indirectement de l'utilisation des renseignements prospectifs que contient ce document. Les taux d'intérêt et les conditions du marché peuvent changer.

#### **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 sont sujettes à changement sans préavis et sont fournies de bonne foi, mais sans responsabilité légale.



**RBC Gestion  
mondiale d'actifs**