

Un joyeux 2019... et une bonne (nouvelle) année?

Faits saillants

- > De nombreux investisseurs avaient le moral bas à pareille période l'an dernier, moment où presque tous les actifs offraient des pertes et où la bourse américaine venait de connaître son pire mois de décembre depuis 1931. Douze mois plus tard, c'est exactement le portrait inverse qui se présente, alors que 100 % des principaux actifs risqués que nous suivons sont en territoire positif année-sur-année. Maintenant, à quoi devons-nous nous attendre pour 2020? Pour répondre à cette question, nous passons en revue notre évaluation des 4 principaux piliers de l'allocation d'actifs à l'aube de la nouvelle décennie, soit (1) les conditions monétaires, (2) la croissance mondiale, (3) les valorisations, (4) et le sentiment des investisseurs.
- > La conclusion? Avec des conditions monétaires qui devraient rester accommodantes et une croissance mondiale qui se raffermirait, 2020 s'annonce comme une année porteuse pour les titres risqués. Néanmoins, les investisseurs doivent tempérer leurs attentes de rendement, étant donné le niveau de valorisation déjà élevé de la plupart des actifs financiers. De plus, l'optimisme important qui se reflète actuellement sur les marchés appelle à une certaine prudence à court terme. Dans ces circonstances, nous considérons toujours notre modeste surpondération en actions comme le bon positionnement.
- > Au sein du marché boursier, nous sommes bien conscients du consensus grandissant en faveur d'un transfert d'actifs du marché américain vers des indices plus cycliques tels que le S&P/TSX canadien et le MSCI Marchés Émergents – un choix légitime en supposant que la croissance mondiale s'accélère bel et bien. Or, c'est précisément pour cette raison que nous détenons déjà plus de parts de ces deux dernières régions que ce que recommande actuellement notre modèle GRT. Par conséquent, nous maintenons notre répartition géographique d'actifs inchangée pour l'instant, mais nous pourrions bientôt apporter des modifications selon l'évolution des tendances.
- > Sur le marché obligataire, le contexte de hausse de l'inflation, de reprise de la croissance et de stabilité des taux directeurs devrait entraîner une accentuation des courbes de rendement par le biais de taux d'intérêt à long terme légèrement plus élevés. Dans ce contexte, les obligations corporatives et de plus courte durée devraient s'en tirer relativement bien dans l'univers des titres à revenu fixe, mais nous ne prévoyons pas de performances beaucoup plus importantes que leur taux de rendement à échéance actuel.
- > En ce qui concerne le marché des changes, nous nous attendons à ce que le dollar américain soit confronté à des vents contraires au cours des prochains mois, à mesure que la croissance mondiale reprendra et poussera le sentiment pro-risque à se refléter dans l'espace des devises. Cela devrait à son tour soutenir le dollar canadien, qui n'a jusqu'à présent que légèrement bénéficié de la ratification de l'USMCA et d'une forte hausse des écarts de taux d'intérêt à la fin de l'année dernière. Cela dit, le potentiel de hausse du huard semble limité tant que la Banque du Canada n'adoptera pas un ton plus « hawkish », ce que nous ne prévoyons pas pour l'instant.
- > Pour les matières premières, les prix du pétrole brut devraient rester soutenus cette année, grâce aux réductions d'offre prolongées de l'OPEP+, à la croissance de la demande, à la réduction des incertitudes commerciales et à l'affaiblissement du dollar américain. Quant à l'or, bien qu'il ait aussi tendance à profiter de la faiblesse du dollar et qu'il constitue une bonne assurance contre la plupart des principaux risques qui prévalent cette année, nous ne voyons pas le métal précieux maintenir son élan en 2019 sous notre scénario de base.
- > Sur le sujet de risques, nous devons suivre de près diverses mesures de l'inflation tout au long de l'année. Elles devraient nous indiquer si le resserrement monétaire arrivera plus tôt que prévu ou si l'assouplissement monétaire récent échouera dans sa tentative de ramener les attentes d'inflation à la cible. La géopolitique devrait également tenir les investisseurs en haleine, car les tensions entre les États-Unis et la Chine – bien qu'elles ne soient pas aussi vives que l'an dernier – pourraient surprendre les marchés. Enfin, la campagne présidentielle américaine apportera sans doute sa part d'incertitudes alors que les investisseurs et les entreprises devront soupeser la possibilité d'une hausse des impôts et d'un alourdissement du fardeau réglementaire par rapport à quatre autres années de *Trumpisme*. Ce sont là les trois principaux risques pour 2020.

Tableau 1 Répartition globale de l'actif

Classes d'actifs	Poids				
	←				→
Liquidités					
Obligations					
Actions					
Revenu fixe					
Fédérales					
Catégorie investissement					
Rendement élevé (USD)					
Revenus non traditionnels					
Actions mondiales					
S&P/TSX					
S&P 500 (USD)					
MSCI EAFE (USD)					
MSCI EM (USD)					
Facteurs et produits alternatifs					
Valeur vs Croissance					
Petites vs grandes capitalisations					
Faible vs haute volatilité					
Dollar canadien					
Matières premières					
<i>Pétrole/Énergie</i>					
<i>Métaux de base</i>					
<i>Or</i>					
Infrastructure					

Bureau du chef des placements

Répartition actuelle

Répartition précédente



Revue des marchés - 2019

Revenu Fixe

- > Après quatre hausses de taux en 2018, la Réserve fédérale a changé de cap en juillet dernier en procédant à trois coupes consécutives; cette politique monétaire accommodante a été reprise par une majorité de banques centrales.
- > En raison de cette baisse des taux, les produits à revenu fixe ont réalisé des gains exceptionnels pendant la majeure partie de l'année, l'indice FTSE/TMX Overall Universe affichant son meilleur rendement annuel depuis 2014.

Marchés boursiers canadiens

- > Contrairement à 2018, les actions ont grimpé en flèche l'an dernier, poussées par des évaluations plus élevées, le ratio cours-bénéfices du S&P/TSX se situant maintenant près de sa moyenne sur 30 ans.
- > Les titres les plus performants ont été ceux des secteurs des services publics ainsi que des TI, le rendement de ce dernier étant en grande partie attribuable à la performance de Shopify et de CGI.
- > Le secteur des soins de santé est le seul qui n'a pas réussi à croître avant la fin de 2019, sa piètre performance en grande partie attribuable à la faiblesse des sociétés de cannabis.

Marchés boursiers américains

- > En tête des principaux secteurs géographiques, les actions américaines ont rebondi après une mauvaise année 2018 pour afficher leur meilleure année depuis 2013.
- > L'assouplissement de la politique monétaire et la détente des tensions commerciales entre la Maison-Blanche et la Chine à la fin de l'année ont permis au S&P 500 de terminer l'année près des niveaux records.
- > Chaque secteur a réussi à afficher des rendements impressionnants, les secteurs des technologies de l'information et des services de communication occupant les deux premières places, bénéficiant d'un rallye soutenu des titres FANG tout au long de l'année.

Matières premières

- > L'instabilité politique au Venezuela et une attaque gelant temporairement près de la moitié de la production saoudienne de pétrole ont contribué à faire de 2019 une année de volatilité accrue, la fourchette du WTI s'élargissant au-delà de 20 \$/bbl entre son creux de janvier et son sommet d'avril.
- > L'or noir a finalement terminé l'année comme la classe d'actifs principale la plus performante, sous l'impulsion de l'OPEP+ qui a annoncé début décembre des réductions équivalentes à près de 2 % de l'offre mondiale.
- > Pendant ce temps, l'or a également impressionné, les incertitudes géopolitiques et économiques aidant le métal brillant à grimper au-dessus des 1 500 \$/once en août.

Devises

- > Les hausses des tarifs douaniers sino-américains ont mis le yuan sous pression, la monnaie chinoise ayant franchi le seuil de 7RMB par USD en août.
- > Dans ce contexte de tension, le dollar s'est apprécié temporairement avant de revenir près de son niveau du début de l'année, les risques géopolitiques s'étant atténués.
- > Contrairement à son voisin du sud, le haard s'est apprécié au cours de la dernière année en raison de l'amélioration des écarts de taux entre les banques centrales des deux pays.

Tableau 2 Rendement total des marchés

Classes d'actifs	Décembre	T4	2019
Liquidités (T-bills 3 mois)	0.1%	0.4%	1.6%
Obligations (FTSE/TMX Univ.)	-1.2%	-0.9%	6.9%
FTSE/TMX Court terme	-0.2%	0.1%	3.1%
FTSE/TMX Moyen terme	-1.1%	-1.1%	5.8%
FTSE/TMX Long terme	-2.5%	-1.9%	12.7%
FTSE/TMX Gouvernement	-1.4%	-1.2%	6.4%
Fédéral	-1.1%	-1.1%	3.7%
Provinces	-1.8%	-1.3%	9.1%
Munis	-1.5%	-0.9%	8.8%
FTSE/TMX sociétés	-0.5%	0.1%	8.1%
AA+	-0.2%	0.2%	4.8%
A	-0.9%	-0.2%	9.6%
BBB	-0.4%	0.2%	9.0%
BoAML High-Yield (\$US)	2.1%	2.6%	14.4%
Actions privilégiées	2.5%	3.9%	3.5%
Actions Can. (S&P/TSX)	0.5%	3.2%	22.9%
Énergie	6.3%	7.1%	21.7%
Industriels	0.5%	5.2%	25.5%
Financières	-2.5%	1.0%	21.4%
Matériaux	4.9%	7.8%	23.8%
Serv. Publics	-0.1%	2.0%	37.5%
Cons. Disc	-3.4%	-2.3%	15.3%
Cons. Base	-5.0%	-3.9%	14.4%
Santé	1.4%	-5.9%	-10.9%
Technologie	3.2%	10.8%	64.9%
Sce de Comm.	-1.5%	0.9%	13.0%
REITs	-2.5%	-2.4%	22.6%
S&P/TSX petites cap.	5.4%	6.2%	15.8%
Actions US (S&P500 \$ US)	3.0%	9.1%	31.5%
Énergie	6.0%	5.5%	11.8%
Industriels	-0.1%	5.5%	29.4%
Financières	2.7%	10.5%	32.1%
Matériaux	3.1%	6.4%	24.6%
Serv. publics	3.4%	0.8%	26.3%
Cons. disc	2.8%	4.5%	27.9%
Cons. base	2.4%	3.5%	27.6%
Santé	3.6%	14.4%	20.8%
Technologie	4.5%	14.4%	50.3%
Sce de Comm.	2.0%	9.0%	32.7%
REITs	1.3%	-0.5%	29.0%
Russell 2000 (\$ US)	2.7%	9.5%	23.7%
Actions mond. (MSCI ACWI)	3.6%	9.1%	27.3%
MSCI EAFE (\$ US)	3.3%	8.2%	22.7%
MSCI EM (\$ US)	7.5%	11.9%	18.9%
Mat. premières (CRB index)	3.9%	3.6%	-1.9%
Pétrole WTI (\$US/baril)	10.7%	13.0%	35.1%
Or (\$US/once)	4.0%	3.2%	18.7%
Cuivre (\$US/tonne)	5.2%	8.0%	3.4%
Devises (DXY - US Dollar index)	-1.9%	-3.0%	0.2%
USD par EUR	1.8%	3.0%	-1.8%
CAD par USD	-2.2%	-1.9%	-4.8%

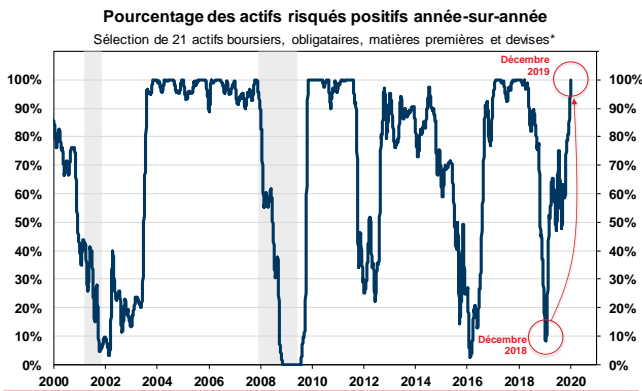
Bureau du chef des placements (données via Refinitiv)

12/31/2019

Un joyeux 2019...

De nombreux investisseurs avaient le moral bas à pareille période l'an dernier, moment où presque tous les actifs offraient des pertes et où la bourse américaine venait de connaître son pire mois de décembre depuis 1931. Douze mois plus tard, c'est exactement le portrait inverse qui se présente, alors que 100 % des principaux actifs risqués que nous suivons sont en territoire positif année-sur-année (graphique 1).

1 Après la pluie en 2018...



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv). * (Pétrole, Cuivre, Indice MSCI ACWI et secteurs, S&P 500, S&P/TSX, MSCI EAFE, MSCI EM, US High Yield, US CCC Bonds, devises des marchés émergents). Moyenne mobile de 20 jours.

En effet, quels que soient la catégorie d'actifs, le secteur, la durée, le crédit, la région ou le facteur, 2019 a vu de solides gains à tous les niveaux, les actions américaines se situant en haut du podium (graphique 2).

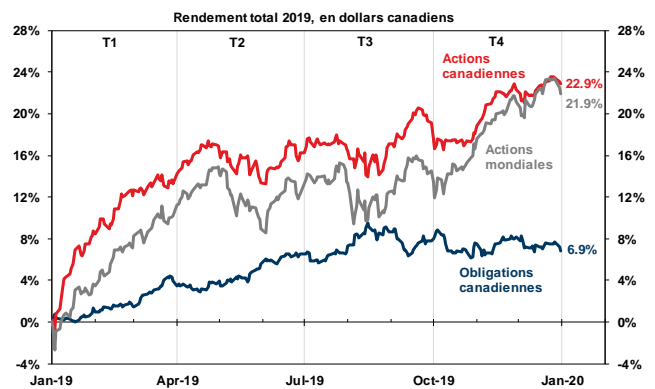
2 ... le beau temps en 2019 ...

Rendement total - 2019						
Multi-actifs	Secteurs S&P/TSX	Secteurs S&P500	Revenu fixe	Régions boursières (\$C)	Facteurs EU	Facteurs CA
S&P 500	Tech	Tech	HY (EU)	E-U	Qualité	Momentum
31.5%	64.9%	50.3%	14.4%	24.8%	39.1%	29.1%
Small E-U	Serv. Pub.	Matériaux	IG (EU)	Canada	Croissance	Haut div.
25.5%	37.5%	44.9%	14.2%	22.9%	37.7%	25.8%
S&P/TSX	Industriels	Serv. comm.	Long (Can)	Monde	Faible vol.	Qualité
22.9%	25.1%	32.7%	12.7%	20.9%	35.0%	24.9%
EAFE	Matériaux	Financières	Prov. (Can)	Europe	Grande cap.	Faible vol.
22.7%	23.8%	32.1%	9.1%	18.3%	31.8%	24.1%
EM	S&P/TSX	S&P 500	Muni. (Can)	EAE0	MSCI E-U.	Petite cap.
18.9%	22.9%	31.5%	8.8%	16.5%	31.6%	23.6%
Commo.	Immobilier	Industriels	Corp (Can)	Asie (ME)	Momentum	S&P/TSX
17.6%	22.6%	29.4%	8.1%	13.6%	28.1%	22.9%
Équilibré*	Énergie	Immobilier	Global (Can)	Japon	Petite cap.	Croissance
15.5%	21.7%	29.0%	6.9%	13.2%	27.4%	22.3%
HY E-U.	Financières	Cons. Disc.	Mid (Can)	Émergents	Valeur	Grande cap.
14.4%	21.4%	27.9%	5.8%	12.9%	25.7%	21.9%
Oblig. can.	Cons. Disc.	Cons. Base	Féd. (Can)	LatAm (ME)	Haut div.	Valeur
6.9%	15.3%	27.6%	3.7%	11.9%	22.5%	19.1%
Privil. Can.	Cons. Base	Serv. Pub.	Privil. (Can)	EMEA (ME)		
3.5%	14.4%	26.3%	3.5%	10.4%		
C\$ par USD	Serv. comm.	Soins Santé	Court (Can)			
-5.1%	13.0%	20.8%	3.1%			

Bureau du chef des placements (données via Refinitiv). *Équilibré = 40% FTSE TMX Universe, 21% S&P/TSX, 21% S&P 500 (CS), 12% MSCI EAFE (CS), 6% MSCI EM (CS).

Bien sûr, ces rendements ne se sont pas réalisés en ligne droite; les aléas du conflit tarifaire entre les États-Unis et la Chine, une première inversion de la courbe de rendement américaine depuis 2007 et un ralentissement persistant de l'activité manufacturière mondiale ont alimenté les craintes de récession et ont provoqué une grande volatilité au cours des deuxième et troisième trimestres. Or, ces nuages se sont dissipés plus récemment : les deux plus grandes économies du monde ont conclu un accord commercial de « phase 1 », les signes de reprise économique s'accumulent et les principales banques centrales ne démontrent aucun empressement à retirer leurs politiques monétaires accommodantes. Cela explique pourquoi les actions ont terminé l'année en force et les titres à revenu fixe ont stagné (graphique 3).

3 ... malgré quelques orages en cours de route

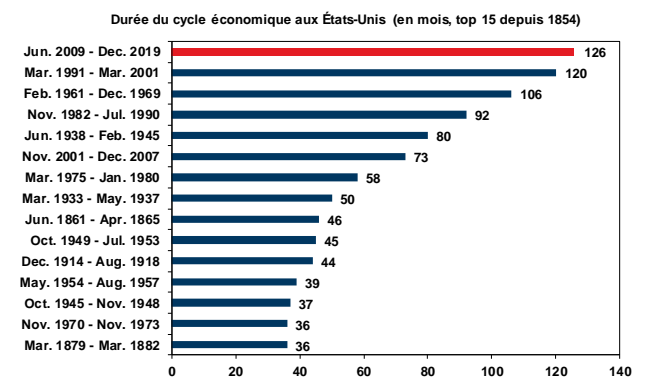


Bureau du chef des placements (données via Refinitiv). Actions canadiennes = S&P/TSX. Actions mondiales = MSCI Monde. Obligations canadiennes = FTSE Canada Univers.

... et une bonne (nouvelle) année?

Maintenant, à quoi devons-nous nous attendre pour 2020? Le cycle économique actuel – officiellement le plus long de l'histoire des États-Unis (graphique 4) – se poursuivra-t-il, auquel cas les actions devraient continuer de performer? Ou est-il temps d'adopter une répartition de l'actif plus prudente? Pour répondre à cette question, passons en revue notre évaluation des 4 principaux piliers de l'allocation d'actifs à l'aube de la nouvelle décennie, soit (1) les conditions monétaires, (2) la croissance mondiale, (3) les valorisations, (4) et le sentiment des investisseurs.

4 Le cycle économique actuel se poursuivra-t-il en 2020?



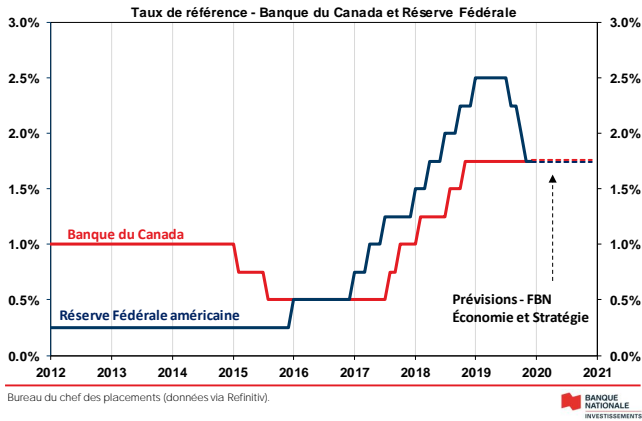
Bureau du chef des placements (données via NBER).

1. Conditions monétaires

Les politiques monétaires des principales banques centrales devraient demeurer accommodantes cette année, la Réserve fédérale et la Banque du Canada maintenant probablement leur taux cible inchangé au cours de la période (graphique 5, page suivante). Il s'agit là d'un contexte complètement différent de celui qui prévalait à la même date l'an dernier, et l'un des arguments les plus solides en faveur des actifs à risque au cours des douze prochains mois.

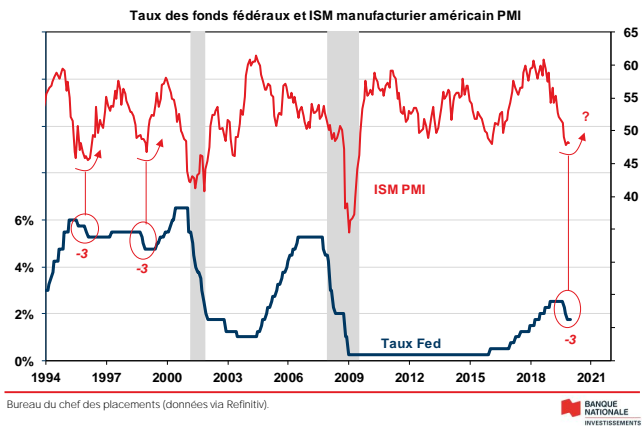
Rappelons que la principale raison de la correction des marchés boursiers de décembre 2018 était la crainte de politiques monétaires restrictives, alors que la Réserve fédérale signalait deux hausses de taux potentielles pour 2019 après les avoir relevées quatre fois l'année précédente. Toutefois, face à un ralentissement du secteur manufacturier, à une inversion de la courbe des taux, à une guerre commerciale hautement imprévisible et à une faible inflation, la Fed a finalement procédé à trois baisses de taux. En quoi cela est-il de bon augure pour cette année? D'abord parce qu'il s'agit d'un plan de match

5 La politique monétaire devrait demeurer accommodante...



qui a déjà fonctionné à deux reprises dans les années 1990, contribuant à un rebondissement de l'activité économique dans les années subséquentes (graphique 6).

6 ... et les récentes baisses de taux sont de bon augure

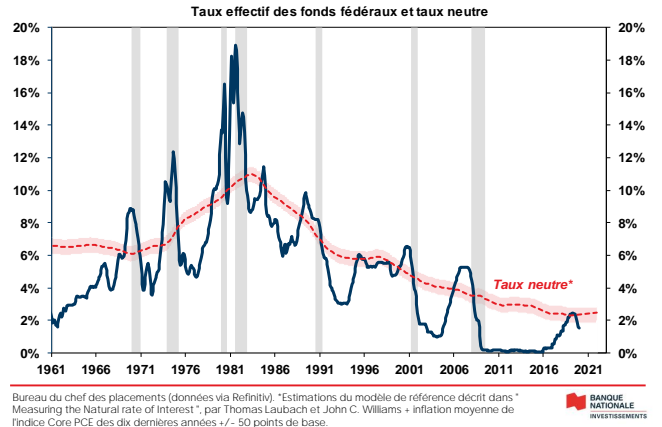


Ensuite – et surtout – parce que l'histoire a montré que les cycles économiques ne meurent pas de vieillesse, mais de politiques monétaires restrictives. Chacune des sept dernières récessions depuis 1960 fut précédée d'une période de taux directeurs substantiellement au-dessus du point neutre, ce que nous n'avons pas encore observé (graphique 7).

Mais si la croissance mondiale s'accélère effectivement et que les tensions commerciales continuent de s'atténuer, la Réserve fédérale ne va-t-elle pas reprendre son programme de hausse des taux? À terme, oui, mais nous ne croyons pas – et les marchés non plus (graphique 8) – que cela se produira en 2020.

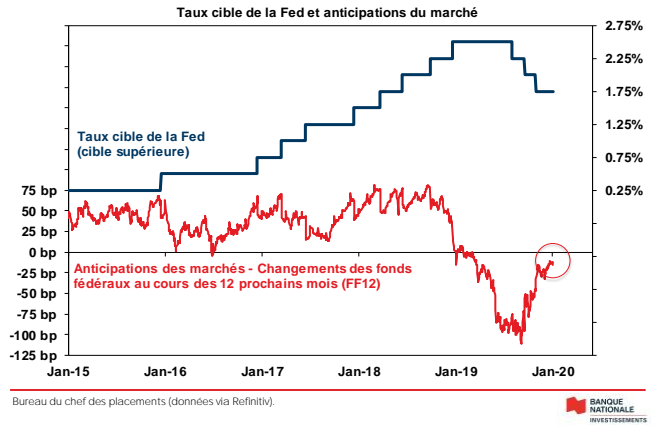
La principale raison qui sous-tend cette thèse est le contexte de faible inflation dans lequel les États-Unis se sont trouvés au cours de la dernière décennie, la jauge officielle des prix de la Réserve fédérale ayant évolué de façon persistante sous la cible au cours de cette période (graphique 9). Les décideurs de la Fed craignent que les consommateurs et les entreprises en viennent à s'attendre à une baisse permanente de l'inflation, ce qui créerait une « prophétie auto-réalisatrice » qui ne ferait que miner l'efficacité des politiques

**7 Les cycles économiques ne meurent pas de vieillesse...
... mais de politiques monétaires restrictives...**

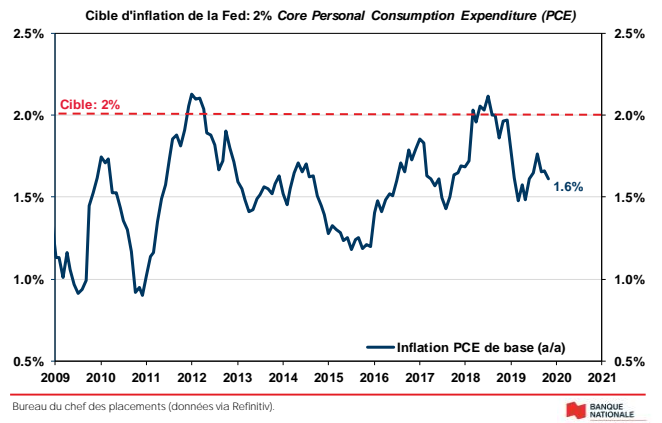


Bureau du chef des placements (données via Refinitiv). *Estimations du modèle de référence décrit dans "Measuring the Natural rate of Interest", par Thomas Laubach et John C. Williams + inflation moyenne de l'indice Core PCE des dix dernières années +/- 50 points de base.

8 ... ce qui est peu probable pour 2020...



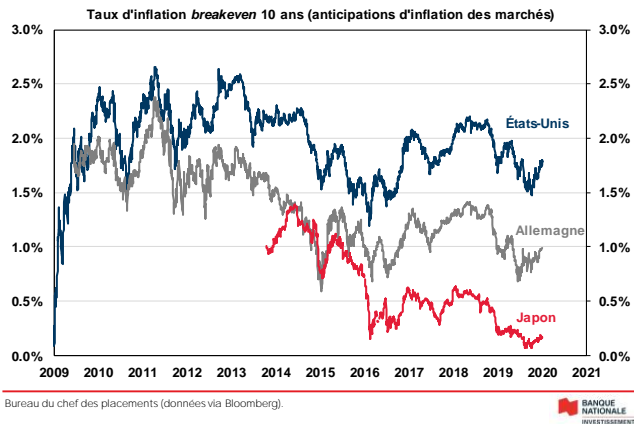
9 ... alors que la Fed veut d'abord voir plus d'inflation...



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

monétaires, comme on l'a vu au Japon et, plus récemment, en Europe (graphique 10).¹

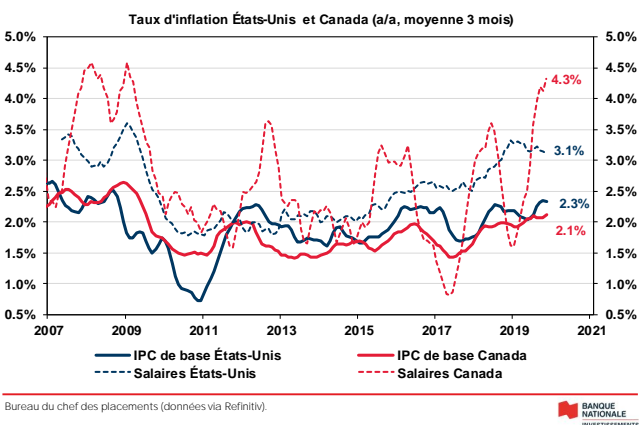
10 ... afin d'éviter les problèmes de leurs confrères outre-mer



Concrètement, cela implique que la Fed veut maintenant voir une inflation « qui persiste et est importante » avant même de penser à augmenter les taux, comme l'a dit Jerome Powell lors de sa conférence de presse du 11 décembre. Ainsi, la banque centrale est en bonne position pour demeurer sur la touche en cette année d'élection présidentielle.

Se pourrait-il que les agents économiques sous-estiment tous le potentiel à la hausse de l'inflation, auquel cas les hausses de taux sont plus près que nous ne le pensons? Absolument. En fait, d'autres mesures de l'inflation, comme l'indice de base IPC et les salaires, sont à la hausse depuis quelque temps, ce qui est également vrai de notre côté de la frontière (graphique 11). Cela dit, le contraire – le maintien d'une faible inflation – est tout aussi possible à en juger par l'expérience japonaise ; un scénario favorable aux actifs à risque à moyen terme, car il assurerait des politiques monétaires clémentes et des valorisations boursières plus élevées, mais plus préoccupant pour la viabilité et la stabilité à long terme du cycle économique.

11 L'inflation pourrait-elle surprendre à la hausse? Oui



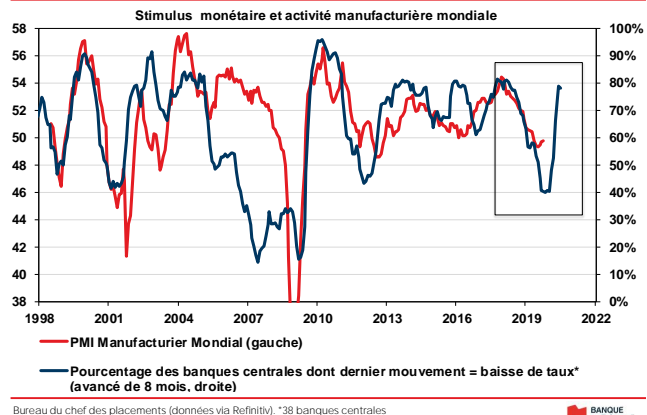
En bref, le principal élément à retenir est que les conditions monétaires resteront probablement accommodantes cette année : un vent arrière pour les actifs à risque qui devrait exercer une légère pression à la hausse sur les taux des bons du Trésor à long terme. L'ampleur (ou

l'absence) des variations de l'inflation dans ce contexte de cycle économique vieillissant nécessitera une surveillance étroite et constitue notre premier risque clé pour 2020.

2. Croissance mondiale

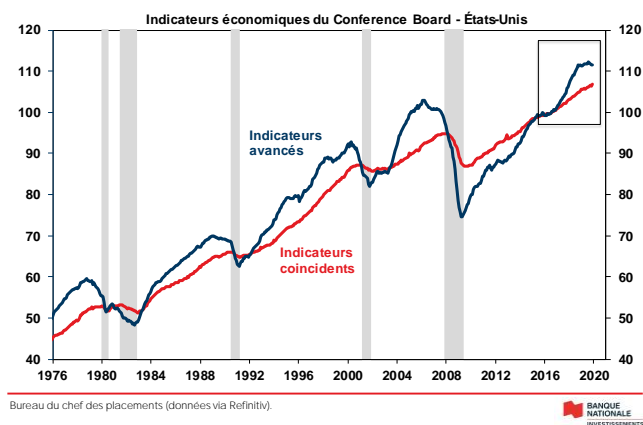
La grande majorité des banques centrales ayant réduit leurs taux de référence au cours des derniers mois, la croissance mondiale devrait rebondir cette année (graphique 12).

12 La croissance mondiale devrait rebondir cette année



Au-delà de la politique monétaire, nous sommes également encouragés par la vigueur de l'indice des indicateurs économiques avancés du Conference Board aux États-Unis, qui a, sans surprise, ralenti l'an dernier, mais qui continue néanmoins de laisser entrevoir une poursuite de la croissance (graphique 13).

13 Les fondamentaux économiques sont porteurs aux ÉU...

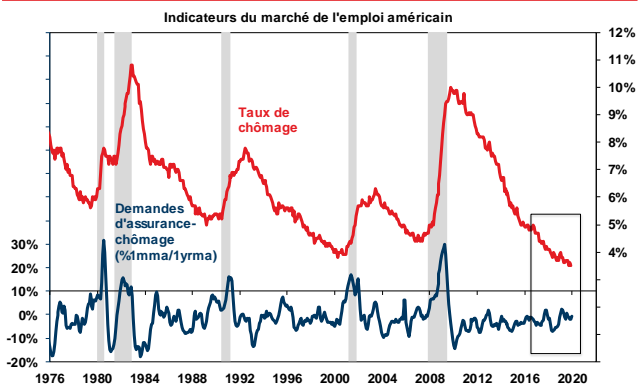


Cela s'explique en partie par le dynamisme du marché du travail, les demandes hebdomadaires de prestations d'assurance-chômage et un taux de chômage encore loin des niveaux laissant entrevoir une récession (graphique 14, page suivante).

Il faut aussi mentionner la reprise importante de l'activité sur le marché de l'habitation observée dernièrement, l'indice de confiance des constructeurs (NAHB) ayant atteint un sommet en 20 ans et les permis de bâtir un sommet en 12 ans en décembre (graphique 15, page suivante).

¹ Pour une analyse plus détaillée de l'importance de l'inflation pour la politique monétaire et une économie saine, voir notre Rapport d'août 2019 (*Commencer par le Pourquoi*).

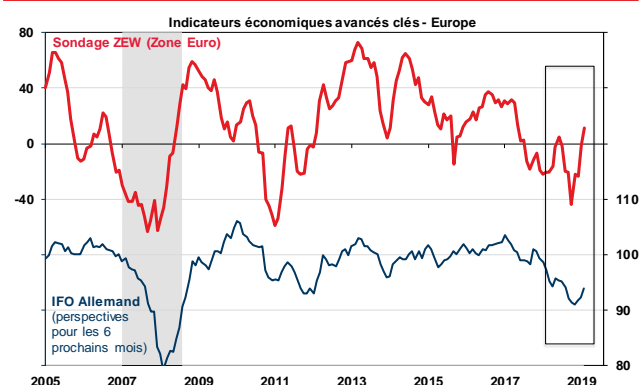
14 ... grâce au dynamisme du marché du travail...



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).



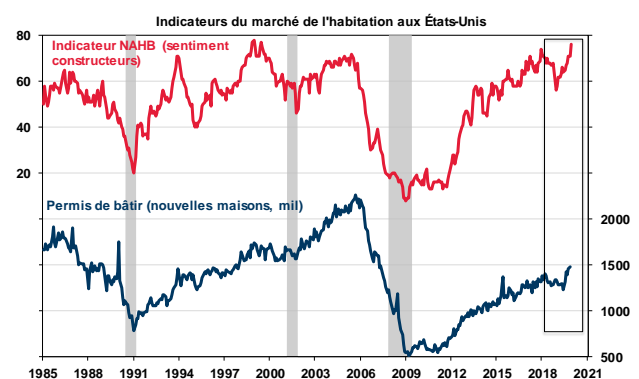
16 La croissance va-t-elle finalement s'améliorer en Europe?



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).



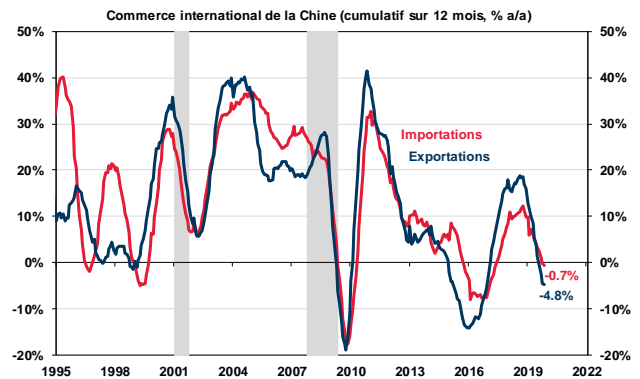
15 ... et à un regain du marché de l'habitation



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).



17 Année difficile pour le commerce international en Chine



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).



En ce qui concerne l'Europe, le contexte restera probablement difficile en 2020 : le manque de munitions du côté de la Banque centrale européenne, la réticence de l'Allemagne en matière de stimulus fiscal et la menace tarifaire persistante de l'administration Trump brouillent les perspectives pour la région. D'autre part, nous pourrions bien être surpris par l'Europe cette année, étant donné sa nature procyclique et l'atténuation des incertitudes liées au Brexit. En fait, nous constatons déjà un redressement de deux mesures prospectives européennes clés, une tendance que nous surveillerons de près en ce début d'année (graphique 16).

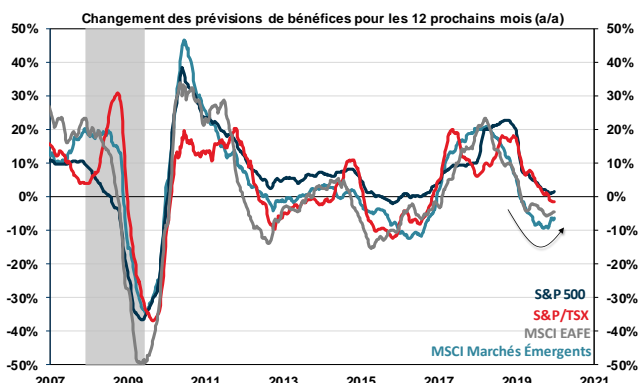
Enfin, n'oublions pas la Chine, un pays qui a vu ses exportations et ses importations se contracter au cours d'une année marquée par une escalade des tensions commerciales avec les États-Unis (graphique 17). Il y a des raisons d'être optimiste maintenant que les deux superpuissances ont conclu un accord provisoire qui prévoit la réduction de certains droits de douane et la suspension de nouveaux, mais ne nous faisons pas d'illusions. De nombreux détails restent à confirmer alors que l'accord de 86 pages qui devrait être signé par les deux parties le 15 janvier n'a toujours pas été rendu public. Une fois signé, la conformité chinoise sera-t-elle à la hauteur des attentes du président Trump? Répondant à une question similaire, le représentant américain au commerce Robert Lighthizer a déclaré : « Un sceptique dirait que nous verrons, c'est probablement une position sage à prendre ».

Quoi qu'il en soit, nous continuons de croire que le pire de la guerre tarifaire est derrière nous. Les deux parties ont tout intérêt à réduire l'incertitude en matière de politique commerciale; un répit qui devrait

ouvrir la voie à une reprise de la croissance mondiale en 2020. Mais avec des désaccords fondamentaux loin d'être résolus et compte tenu du tempérament enflammé du président Trump, nous maintenons toujours les tensions sino-américaines comme deuxième risque clé pour l'année – une source d'incertitude moins importante mais toujours présente.

Dans ce contexte, nous prévoyons que la tendance des bénéfices des entreprises à l'échelle mondiale redeviendra positive et soutiendra la surperformance des titres risqués en 2020 (graphique 18).

18 La tendance des bénéfices devrait redevenir positive



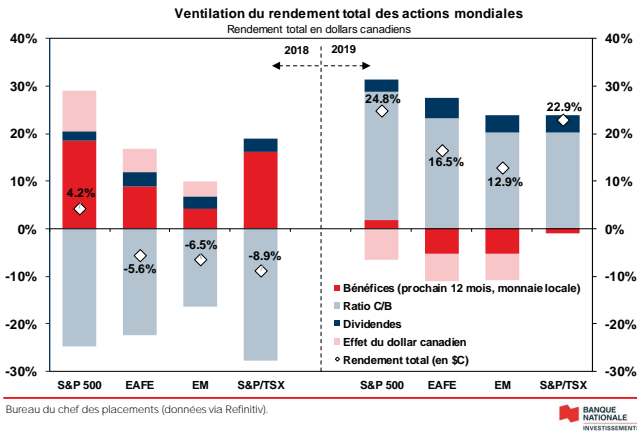
Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).



3. Évaluations

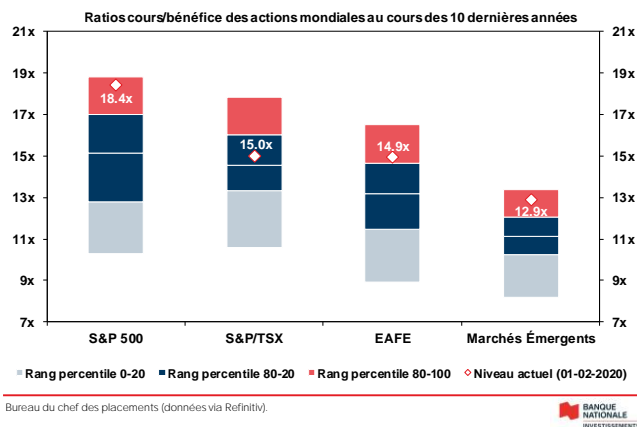
Les évaluations des actions ont parcouru beaucoup de chemin au cours des deux dernières années, expliquant la plupart des pertes en 2018... et des gains en 2019 (graphique 19).

19 Les ratios expliquent l'essentiel des deux dernières années...



Ce parcours place les multiples cours/bénéfice de la plupart des indices boursiers dans la partie supérieure de la fourchette historique (graphique 20).

20 ... et ne sont pas vraiment bon marché en termes absolus...

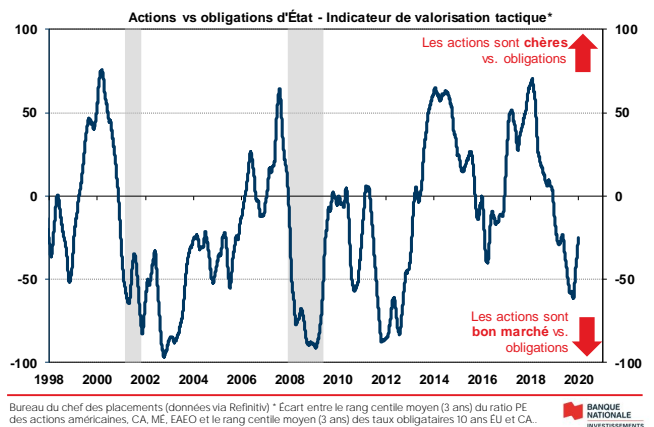


Mais lorsqu'on les replace dans le contexte de la forte baisse des rendements obligataires, les valorisations des actions sont loin de clignoter au rouge. Bien au contraire, notre indicateur de valorisation des actions/obligations a en fait signalé une opportunité de valeur en faveur des actions par rapport aux obligations à la fin de l'été dernier – une recommandation judicieuse jusqu'à présent – et reste loin des niveaux inquiétants pour les actions (graphique 21). Cela signifie-t-il que les ratios cours/bénéfices continueront à augmenter et à alimenter la majeure partie des rendements des actions en 2020? Non. Mais leurs niveaux historiquement élevés ne devraient pas freiner les rendements boursiers, pour autant que les taux d'intérêt ne commencent pas à grimper trop rapidement.

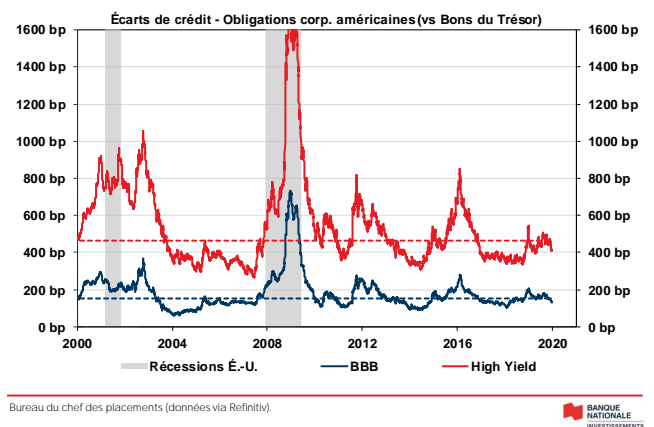
En parallèle, les écarts de crédit des sociétés ne sont guère bon marché, mais ils ne sont pas exubérants pour autant, dans la mesure où ils demeurent plus près de leur moyenne historique que des faibles niveaux de 2017 (graphique 22).

Ce contexte de valorisation – conjugué à nos anticipations de politiques monétaires accommodantes et d'accélération de la

21 ... mais le sont en termes relatifs



22 Écarts de crédit : pas bon marché, pas exubérant

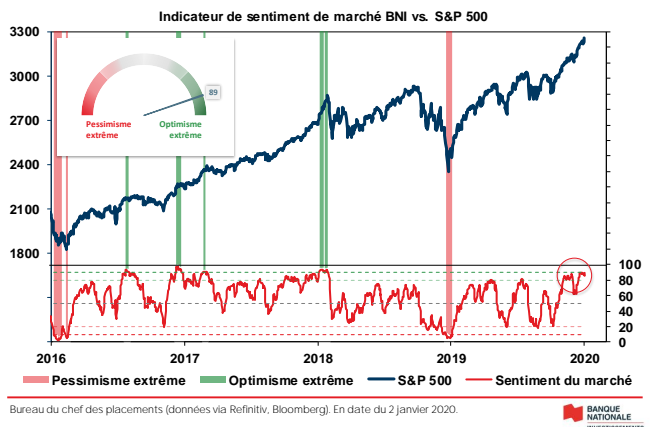


croissance mondiale – devrait permettre une légère surperformance des produits de crédit par rapport aux bons du Trésor.

4. Sentiment

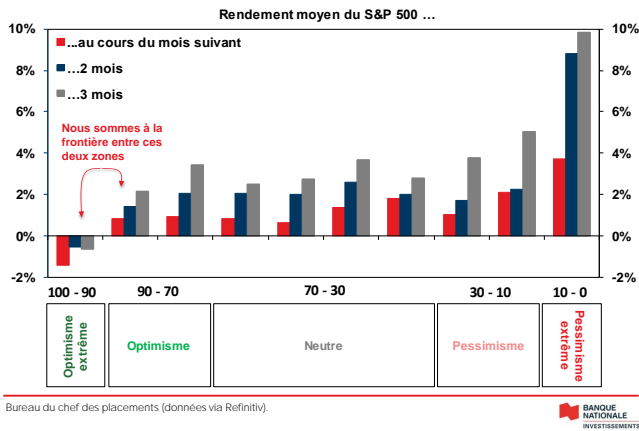
La confluence de nouvelles positives au cours des dernières semaines a poussé notre indicateur du sentiment du marché (MSI) tout près du seuil de l'« optimisme extrême » à la fin du mois de décembre, son plus haut niveau en deux ans (graphique 23).

23 Sommet en deux ans pour notre indicateur de sentiment...



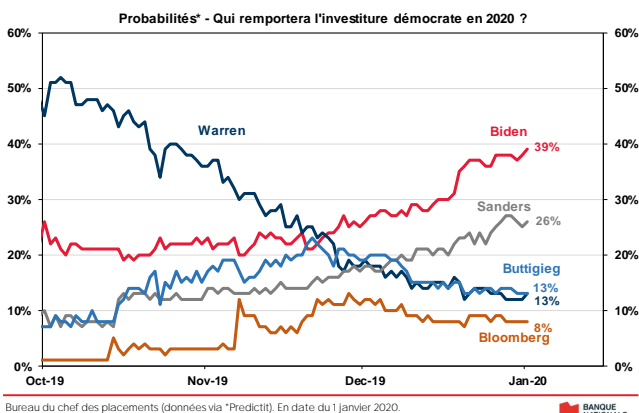
En soi, nous ne sommes pas trop préoccupés par cette lecture, sachant que les antécédents de MSI sont bien meilleurs pour signaler les occasions d'achat que de vente. Cela suggère toutefois que la bourse a pris un peu d'avance sur 2020 et devrait à tout le moins ralentir son rythme au cours des prochains mois, comme ce fut généralement le cas dans de telles conditions par le passé (graphique 24).

24 ... ce qui suggère un changement de vitesse pour la bourse



L'un des facteurs pouvant conduire à une modération du sentiment des investisseurs est sans aucun doute les élections américaines, le troisième risque clé pour 2020. À court terme, la principale question reste à savoir qui sera le(la) candidat(e) démocrate et, en particulier, à quel point sera-t-il(elle) à gauche sur l'échiquier politique. Pour l'instant, le marché des paris voit Joe Biden en tête, suivi par Bernie Sanders, mais le scénario devrait se préciser après les deux premières primaires présidentielles du Parti démocrate en Iowa (3 février) et au New Hampshire (11 février) (graphique 25).

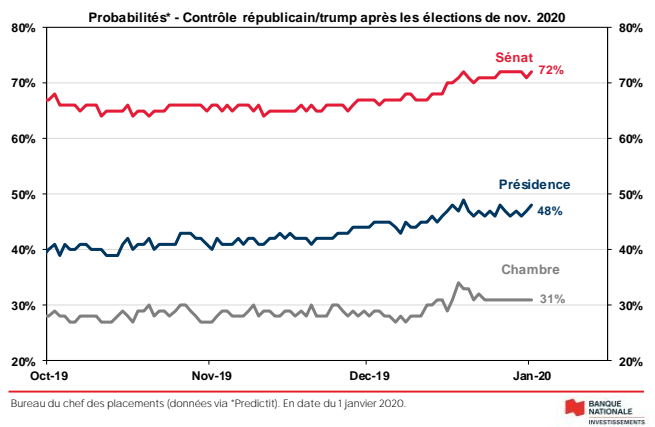
25 Qui remportera l'investiture démocrate en 2020?



Une fois la course démocrate réglée, l'attention des investisseurs se tournera rapidement vers le 3 novembre, jour où se tiendra l'élection présidentielle. Il est peu probable que le Sénat (républicain) et la Chambre (démocrate) changent de mains, mais la course à la présidence s'annonce extrêmement serrée (graphique 26).

Si l'on se fie aux quatre dernières années de la carrière politique de M. Trump, la campagne électorale sera haute en couleur, avec une acrimonie partisane plus profonde que jamais. Mais en fin de compte, un regard sur l'histoire semble indiquer que le résultat d'une réélection peut se résumer à une simple question: l'économie est-elle en expansion ou en récession? En effet, depuis 1912, un président américain n'a jamais perdu une campagne de réélection lorsque

26 Quel parti remportera la mise en novembre 2020?



l'économie n'a pas connu de récession dans la deuxième moitié de son premier mandat (graphique 27). Compte tenu de la vigueur soutenue de l'économie américaine, Donald Trump sera-t-il l'exception? Nous verrons bien.

27 Donald Trump sera-t-il l'exception?

Date réélection	Président	Parti	Récession au cours des deux années précédant l'élection?	Réélu?
11/5/1912	William Taft	R	Récession	Non
11/7/1916	Woodrow Wilson	D	Récession	Oui
11/4/1924	Calvin Coolidge	R	Récession	Oui
11/8/1932	Herbert Hoover	R	Récession	Non
11/3/1936	Franklin Roosevelt	D	Pas de récession	Oui
11/5/1940	Franklin Roosevelt	D	Pas de récession	Oui
11/7/1944	Franklin Roosevelt	D	Pas de récession	Oui
11/2/1948	Harry Truman	D	Pas de récession	Oui
11/6/1956	Dwight D. Eisenhower	R	Pas de récession	Oui
11/3/1964	Lyndon B. Johnson	D	Pas de récession	Oui
11/7/1972	Richard Nixon	R	Pas de récession	Oui
11/2/1976	Gerald Ford	R	Récession	Non
11/4/1980	Jimmy Carter	D	Récession	Non
11/6/1984	Ronald Reagan	R	Pas de récession	Oui
11/3/1992	George H.W. Bush	R	Récession	Non
11/5/1996	Bill Clinton	D	Pas de récession	Oui
11/2/2004	George W. Bush	R	Pas de récession	Oui
11/6/2012	Barack Obama	D	Pas de récession	Oui
11/3/2020	Donald Trump	R	?	?

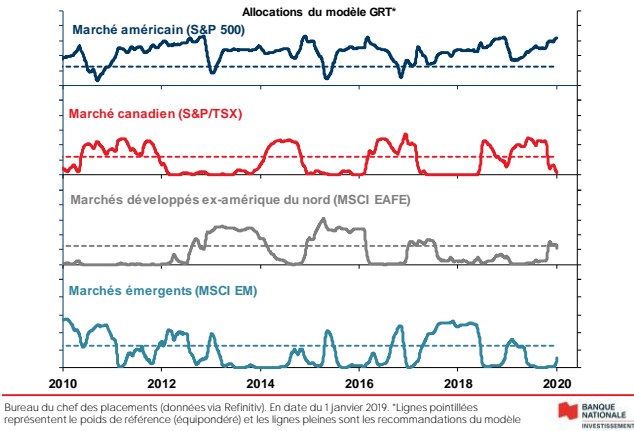
Bureau du chef des placements (données via NBER, Wikipedia). BANQUE NATIONALE INVESTISSEMENTS

Alors, que pouvons-nous en conclure?

Avec des conditions monétaires qui devraient rester accommodantes et une croissance mondiale qui se raffermi, 2020 s'annonce comme une année porteuse pour les titres risqués. Néanmoins, les investisseurs doivent tempérer leurs attentes de rendement, étant donné le niveau de valorisation déjà élevé de la plupart des actifs financiers. De plus, l'optimisme important qui se reflète actuellement sur les marchés, bien que compréhensible compte tenu de la récente détente tarifaire, appelle à une certaine prudence à court terme. Dans ces circonstances, nous considérons toujours notre modeste surpondération en actions - initiée en octobre dernier - comme le bon positionnement.

Au sein du marché boursier, nous sommes bien conscients du consensus grandissant en faveur d'un transfert d'actifs du marché américain vers des indices plus cycliques tels que le S&P/TSX canadien et le MSCI Marchés Émergents - un choix légitime en supposant que la croissance mondiale s'accélère bel et bien. Or, c'est précisément pour cette raison que nous détenons déjà plus de parts de ces deux dernières régions que ce que recommande actuellement notre modèle GRT (graphique 28, page suivante, voir notre Rapport stratégique du 11 décembre - Introduction de notre modèle de tendance relative géographique GRT - pour plus de détails). Par conséquent, nous maintenons notre répartition géographique d'actifs (surpondéré en actions américaines, neutre S&P/TSX, neutre MSCI MÉ, sous-pondéré

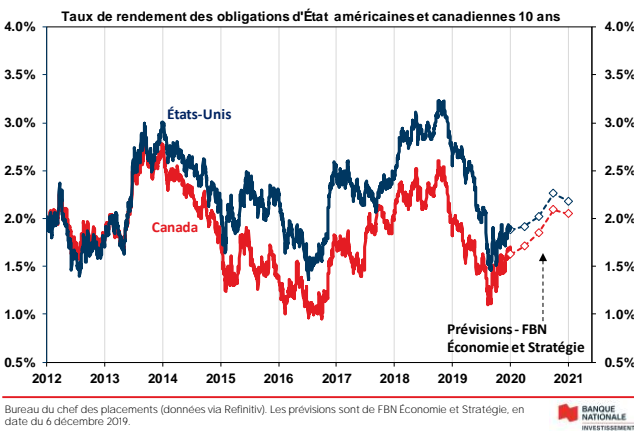
28 GRT: pas encore convaincu d'un changement de leadership



MSCI EAEO) inchangée pour l'instant, mais nous pourrions bientôt apporter des modifications selon l'évolution des tendances.

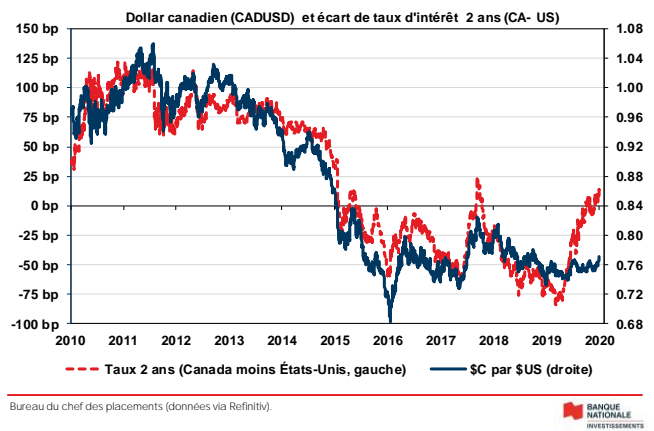
Sur le marché obligataire, le contexte de hausse de l'inflation, de reprise de la croissance et de stabilité des taux directeurs devrait entraîner une accentuation des courbes de rendement par le biais de taux d'intérêt à long terme plus élevés. La progression devrait néanmoins demeurer relativement contenue : nos collègues du groupe Économie et Stratégie de FBN s'attendent à ce que les taux obligataires à 10 ans soient légèrement supérieurs à 2 % d'ici la fin de l'année au Canada et aux États-Unis (graphique 29). Dans ce contexte, les obligations corporatives et de plus courte durée devraient s'en tirer relativement bien dans l'univers des titres à revenu fixe, mais nous ne prévoyons pas de performances beaucoup plus importantes que leur taux de rendement à échéance actuel.

29 La hausse des taux devrait demeurer relativement contenue

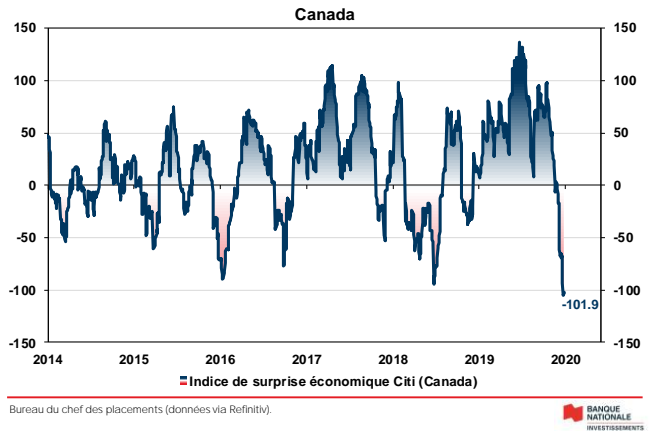


En ce qui concerne le marché des changes, nous nous attendons à ce que le dollar américain – une monnaie contra-cyclique – soit confronté à des vents contraires au cours des prochains mois, à mesure que la croissance mondiale reprendra et poussera le sentiment pro-risque à se refléter dans l'espace des devises. Cela devrait à son tour soutenir le dollar canadien, qui n'a jusqu'à présent que légèrement bénéficié de la ratification de l'USMCA et d'une forte hausse des écarts de taux d'intérêt à la fin de l'année dernière (graphique 30). Cela dit, le potentiel de hausse du huard semble limité tant que la Banque du Canada n'adoptera pas un ton plus « hawkish », ce que nous ne prévoyons pas pour l'instant, notamment en raison de la récente série de données économiques plus faibles que prévu de notre côté de la frontière (graphique 31).

30 Les écarts de taux devraient supporter le huard...

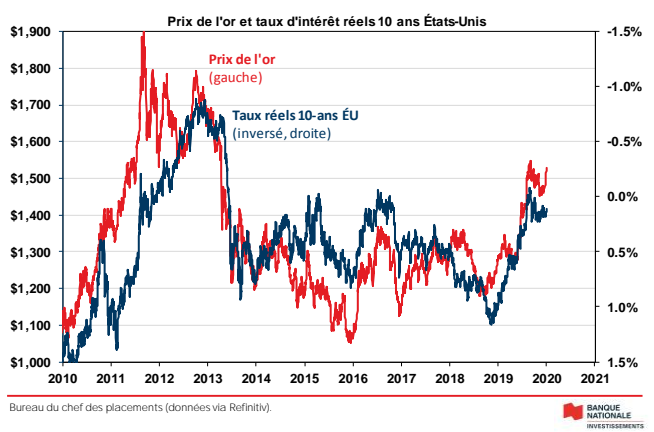


31 ... mais la BdC n'est pas prête de changer de ton



Pour les matières premières, les prix du pétrole brut devraient rester soutenus cette année, grâce aux réductions d'offre prolongées de l'OPEP+, à la croissance de la demande, à la réduction des incertitudes commerciales et à l'affaiblissement du dollar américain. Quant à l'or, bien qu'il ait aussi tendance à profiter de la faiblesse du dollar et qu'il constitue une bonne assurance contre la plupart des principaux risques qui prévalent cette année, nous ne voyons pas le métal précieux maintenir son élan en 2019 sous notre scénario de base (graphique 32).

32 L'or: une assurance qui a déjà fait bien du chemin en 2019



À propos de risques, nous devons suivre de près diverses mesures de l'inflation tout au long de l'année. Elles devraient nous indiquer si le resserrement monétaire arrivera plus tôt que prévu ou si l'assouplissement monétaire récent échouera dans sa tentative de ramener les attentes d'inflation à la cible. La géopolitique devrait également tenir les investisseurs en haleine, car les tensions entre les États-Unis et la Chine – bien qu'elles ne soient pas aussi vives que l'an dernier – pourraient surprendre les marchés. Enfin, la campagne présidentielle américaine apportera sans doute sa part d'incertitudes alors que les investisseurs et les entreprises devront soupeser la possibilité d'une hausse des impôts et d'un alourdissement du fardeau réglementaire par rapport à quatre autres années de *Trumpisme*. Ce sont là les trois principaux risques pour 2020.

Bureau du chef des placements

cio-office@bnc.ca

Martin Lefebvre

Chef des placements et
stratège
martin.lefebvre@bnc.ca

Simon-Carl Dunberry

Analyste en chef
simon-carl.dunberry@bnc.ca

Louis Lajoie

Analyste principal
louis.lajoie@bnc.ca

Nicolas Charlton

Analyste
nicolas.charlton@bnc.ca

Général

Le présent document a été élaboré par Banque Nationale Investissements inc. (BNI), filiale en propriété exclusive de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la cote de la Bourse de Toronto (NA : TSX).

Les renseignements et les données fournis dans le présent document, y compris ceux fournis par des tiers, sont considérés exacts au moment de leur impression et ont été obtenus de sources que nous avons jugées fiables. Nous nous réservons le droit de les modifier sans préavis. Ces renseignements et données vous sont fournis à titre informatif uniquement. Aucune représentation ni garantie, explicite ou implicite, n'est faite quant à l'exactitude, la qualité et le caractère complet de ces renseignements et de ces données. Les opinions exprimées ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des parts mentionnées aux présentes et ne devraient pas être considérées comme une recommandation. Les points de vue exprimés ne visent pas à prodiguer des conseils de placement ni à faire la promotion de placements en particulier et aucune prise de décision de placements ne devrait reposer sur ces derniers. Banque Nationale Investissements inc. a pris les moyens nécessaires afin de s'assurer de la qualité et de l'exactitude des informations contenues aux présentes à la date de la publication. Cependant, Banque Nationale Investissements inc. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de cette information et cette communication ne crée aucune obligation légale ou contractuelle pour Banque Nationale Investissements inc.

BNI ou ses sociétés affiliées peuvent intervenir comme conseillers financiers, placeurs pour compte ou preneurs fermes pour certains émetteurs mentionnés dans les présentes et recevoir une rémunération pour ces services. De plus, BNI et ses sociétés affiliées, leurs dirigeants, administrateurs, représentants ou adjoints peuvent détenir une position sur les titres mentionnés dans les présentes et effectuer des achats ou des ventes de ces titres à l'occasion, sur les marchés publics ou autrement.

Le présent document ne peut être distribué qu'au Canada et qu'aux résidents du Canada que dans les cas permis par la loi applicable. Le présent document ne s'adresse pas à vous si BNI ou toute société affiliée distribuant le présent document fait l'objet d'interdiction ou de restriction de le mettre à votre disposition par quelque loi ou règlement que ce soit dans quelque territoire que ce soit. Avant de lire le présent document, vous devriez vous assurer que BNI a l'autorisation de vous le fournir en vertu des lois et règlements en vigueur.

Un placement dans un fonds d'investissement (« Fonds ») peut donner lieu à des frais de courtage, des commissions de suivi, des frais de gestion et d'autres frais. Veuillez lire le prospectus des Fonds avant de faire un placement. Les titres des Fonds ne sont pas assurés par la Société d'assurance-dépôts du Canada ni par un autre organisme public d'assurance-dépôts. Les Fonds ne sont pas garantis, leur valeur fluctue souvent et leur rendement passé n'est pas indicatif de leur rendement dans l'avenir.

© 2020 Banque Nationale Investissements inc. Tous droits réservés. Toute reproduction totale ou partielle est strictement interdite sans l'autorisation préalable écrite de Banque Nationale Investissements inc.

MD BANQUE NATIONALE INVESTISSEMENTS est une marque déposée de la Banque Nationale du Canada, utilisée sous licence par Banque Nationale Investissements inc.