

Marché haussier, 2^e année

Faits saillants

- > Déjà un trimestre de complété en 2021 et le bilan final est clair. Dans un contexte de hausse des taux d'intérêt, les actions ont devancé les obligations, qui affichent des pertes, tandis que les secteurs, régions et facteurs plus cycliques trônent au sommet du podium boursier.
- > La fin du T1/2021 implique également que nous venons de clôturer la première année du marché haussier en cours. Après une performance aussi exceptionnelle sur la période, on peut raisonnablement se questionner sur ce que la prochaine année nous réserve. Historiquement, les deuxièmes années des marchés haussiers ont toutes été marquées par des rendements positifs (moyenne de 13 %)... et des corrections (moyenne de 10 %). Alors, quels sont les éléments clés qui détermineront à quel point la route sera sinueuse cette fois-ci?
- > Sur le plan géopolitique, deux grandes questions devraient tenir les marchés en haleine au cours des prochains trimestres – et toutes deux tournent autour de l'administration Biden. La première concerne son (ses) plan(s) d'infrastructure et surtout, de quelle façon ces nouvelles dépenses seront financées. La seconde concerne l'approche américaine à l'égard de la Chine, et le sommet sur le climat organisé par les États-Unis le 22 avril (auquel Xi Jinping devrait assister) devrait fournir davantage d'informations à ce niveau.
- > Sur le plan macroéconomique, nous voyons trois variables cruciales pour la suite des choses. Premièrement, l'inflation, alors que les prochains mois devraient révéler des chiffres annuels nettement plus élevés. Deuxièmement, les taux d'intérêt de longue échéance, qui sont techniquement dus pour une pause à court terme, mais qui testeront probablement le seuil symbolique de 2% tôt ou tard, surtout si les inquiétudes de surchauffe économique s'intensifient. Troisièmement, le dollar américain, que nous voyons toujours s'affaiblir sur un horizon de 12 mois, mais qui pourrait demeurer soutenu pour quelques mois encore compte tenu de ce qui sera probablement une période de croissance spectaculaire au sud de la frontière.
- > Pour les marchés émergents (MÉ), une hausse du dollar américain est généralement synonyme de sous-performance et les deux derniers mois n'ont pas fait exception. Dans ces circonstances, nous fournissons une mise à jour de la thèse d'investissement qui nous a conduits à surpondérer les MÉ depuis le mois d'août dernier. En résumé, nos modèles et analyses démontrent que les valorisations, les fondamentaux et les conditions macroéconomiques continuent de plaider en faveur d'une surperformance des marchés émergents par rapport aux actions américaines. Par conséquent, nous restons positionnés en ce sens. Toutefois, nous réduisons légèrement leur allocation en faveur des actions canadiennes pour tenir compte de certains risques à court terme et pour augmenter notre allocation aux secteurs cycliques, traditionnellement surreprésentés dans les indices valeurs.

Table 1 Vues - Répartition de l'actif

	-	←	=	→	+	Δ
Classes d'actifs						
Liquidités						
Revenu Fixe						
Actions						
Alternatifs						
Revenu Fixe						
Gouvernement						
Catégorie Investissement						
Rendement Élevé						
Durée						
Actions						
Canada						↑
États-Unis						
EAO						
Marchés Émergents						↓
Valeur <--> Croissance						↓
Petites <--> Grandes Cap.						
Cycliques <--> Défensifs						↓
Alternatifs et Devises						
Protection contre l'inflation						
Or						
Revenus non traditionnels						
Stratégies non corrélées						
Dollar canadien						

Ce tableau est pour fins d'illustration seulement. Les barres représentent le degré de préférence d'un actif en proportion des déviations maximales permises contre un indice de référence. Plus elles vont vers la droite (gauche), plus nos vues pour l'actif sont optimistes (pessimistes). Pour les facteurs/styles boursiers, une barre à droite représente une préférence pour le facteur de droite (ex : Croissance) et vice-versa. L'absence de barre représente une vue neutre. La colonne sous le signe delta (Δ) sert à illustrer lorsque nos perspectives se sont améliorées (↑) ou dégradées (↓) par rapport au mois précédent. Consultez la table 3 pour obtenir des détails sur le scénario économique de référence qui sous-tend ces vues et le table 4 pour voir comment elles se traduisent dans un portefeuille modèle équilibré.

Bureau du chef des placements

Revue des marchés

Revenu fixe

- > L'appréciation effrénée du taux de référence américain 10 ans s'est poursuivie en mars, clôturant le mois à 1,75 %, soit une appréciation de 121 pb depuis le creux d'août 2020.
- > Naturellement, ces types de mouvements ont eu un impact négatif sur les titres à revenu fixe, qui ont tous subi des pertes depuis le début de l'année, à l'exception des actions privilégiées et des obligations *high yield*.

Marchés boursiers canadiens

- > Les actions canadiennes ont suivi les performances remarquables du mois dernier avec un autre bilan impressionnant, clôturant en hausse de 3,9 % en mars et de 8,1 % pour le premier trimestre de 2021.
- > La profondeur du marché était également encourageante, la majorité des secteurs ayant enregistré des résultats positifs pour le mois. Seuls les secteurs de l'informatique (-9,3%) et de la santé (-2,6 %) ont enregistré dans pertes.

Marchés boursiers américains

- > Portées par le plan de sauvetage américain de \$1900 milliards du président Biden, les actions américaines ont affiché de solides gains en mars (+4,4 %).
- > Ce plan, ainsi que le succès du déploiement des vaccins, ont permis au S&P 500 de tourner à plein régime, alors que tous les secteurs affichent des performances positives tant en mars que sur le trimestre.
- > À l'instar de leurs homologues du Nord, les valeurs cycliques ont surperformé leurs pairs depuis le début de 2021, l'énergie (+30,9 %), les financières (+16,3 %) et les industriels (+11,4 %) menant la charge.

Matières premières

- > Le pétrole brut a repris son souffle en mars, la hausse du dollar américain et l'augmentation des stocks ayant freiné l'élan positif enregistré depuis les creux de novembre 2020.
- > Le prix de l'or est demeuré sous la pression de la hausse des taux réels et de la force du billet vert en mars, oscillant autour du seuil de 1700 \$ /oz.

Devises

- > L'amélioration des fondamentaux économiques aux États-Unis a permis au dollar américain de s'apprécier par rapport à un panier de devises majeures le mois dernier.
- > Le huard a réussi à s'accrocher à une performance positive ce mois-ci, malgré les pressions exercées par le pétrole brut et une amélioration des perspectives économiques de son voisin du Sud.

Table 2 Rendement total des marchés

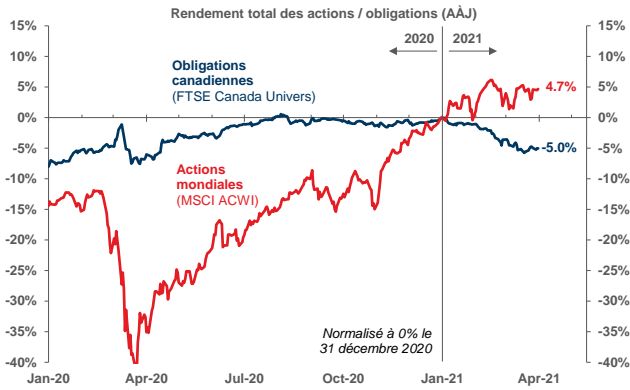
Classes d'actifs	Mars	T1	12 mois
Liquidités (T-bills 3 mois)	0.0%	0.0%	0.2%
Obligations (FTSE CA Univ.)	-1.5%	-5.0%	1.6%
FTSE CA Court terme	0.1%	-0.6%	2.8%
FTSE CA Moyen terme	-1.0%	-4.5%	1.7%
FTSE CA Long terme	-3.9%	-10.7%	-0.2%
FTSE CA Gouvernement	-1.7%	-5.6%	-0.5%
Fédéral	-0.8%	-3.7%	-1.8%
Provinces	-2.4%	-7.2%	0.6%
Munis	-2.0%	-6.0%	2.3%
FTSE CA sociétés	-1.0%	-3.5%	7.6%
AA+	-0.2%	-1.4%	4.5%
BBB	-1.1%	-3.3%	10.4%
BoAML Inv. Grade (USD)	-1.4%	-4.5%	9.3%
BoAML High-Yield (USD)	0.2%	0.9%	23.3%
Actions privilégiées	1.8%	8.8%	49.7%
Actions Can. (S&P/TSX)	3.9%	8.1%	44.2%
Énergie	7.2%	20.3%	40.6%
Industriels	4.6%	6.6%	46.9%
Financières	6.7%	13.9%	46.7%
Matériaux	1.0%	-6.9%	39.0%
Serv. Publics	6.2%	3.4%	25.9%
Cons. Disc	6.2%	12.5%	96.0%
Cons. Base	9.4%	2.5%	17.9%
Santé	-2.6%	38.0%	69.1%
Technologie	-9.3%	-1.1%	85.7%
Sce de Comm.	7.5%	7.1%	12.2%
REITs	3.2%	10.0%	40.3%
S&P/TSX petites cap.	-0.2%	9.7%	100.2%
Actions US (S&P500 \$ US)	4.4%	6.2%	56.4%
Énergie	2.8%	30.9%	75.2%
Industriels	8.9%	11.4%	69.6%
Financières	5.8%	16.0%	67.5%
Matériaux	7.6%	9.1%	78.3%
Serv. publics	10.5%	2.8%	19.4%
Cons. disc	3.7%	3.1%	70.3%
Cons. base	8.2%	1.1%	28.4%
Santé	3.9%	3.2%	34.0%
Technologie	1.7%	2.0%	66.6%
Sce de Comm.	3.1%	8.1%	60.9%
REITs	6.8%	9.0%	32.0%
Russell 2000 (\$ US)	0.9%	12.4%	92.6%
Actions mond. (MSCI ACWI)	2.7%	4.7%	55.3%
MSCI EAFE (\$ US)	2.4%	3.6%	45.2%
MSCI EM (\$ US)	-1.5%	2.3%	58.9%
Mat. premières (CRB index)	-2.9%	10.2%	52.0%
Pétrole WTI (\$US/baril)	-6.9%	22.5%	188.9%
Or (\$US/once)	-1.3%	-10.2%	5.7%
Cuivre (\$US/tonne)	-3.8%	13.4%	77.9%
Devises (DXY - Indice \$US)	2.6%	3.7%	-5.9%
USD par EUR	-3.2%	-3.9%	7.1%
CAD par USD	-1.4%	-1.4%	-10.7%

Bureau du chef des placements (données via Refinitiv) 2021-03-31

Un trimestre de complété...

Déjà un trimestre de complété en 2021 et bien qu'il ait été marqué par quelques épisodes de volatilité accrue entre classes d'actifs et leadership boursier, le portrait final est clair. Avec une toile de fond marqué par une montée des taux d'intérêt, les actions affichent une bonne avance sur les obligations qui sont en baisse (graphique 1), tandis que ce sont les secteurs, régions et facteurs à caractère plus cyclique (ex. : énergie, financières, Canada, petites capitalisations, valeur) qui trônent au sommet du podium boursier (graphique 2).

1 T1/2021 : Hausse des actions, baisse des obligations ...



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).



2 ... et surperformance des actifs cycliques

Rendement Total T1/2021						
Multi-actifs	Revenu fixe	Secteurs S&P/TSX	Secteurs S&P500	Régions boursières (SC)	Facteurs EU	Facteurs CA
Commo. 13.5%	Privil. (Can) 8.8%	Soins Santé 38.0%	Énergie 30.9%	Canada 8.1%	Petite cap. 12.9%	Haut div. 14.4%
Small É.-U. 12.7%	HY (EU) 0.9%	Énergie 20.3%	Financières 16.0%	EMEA (ME) 6.7%	Valeur 7.8%	Valeur 12.8%
Privil. Can. 8.8%	Cour. (Can) -0.6%	Financières 13.9%	Industriels 11.4%	É.-U. 4.7%	Haut div. 7.8%	Grande cap. 8.8%
S&P/TSX 8.1%	Corp (Can) -3.5%	Cons. Disc. 12.5%	Matériaux 10.2%	Monde 3.3%	MSCI É.-U. 5.5%	S&P/TSX 8.1%
S&P 500 6.2%	Féd. (Can) -3.7%	Immobilier 10.0%	Immobilier 8.1%	Europe 2.8%	Grande cap. 5.1%	Petite cap. 7.7%
EAFE 3.6%	IG (EU) -4.5%	Serv. comm. 7.1%	Serv. comm. 2.2%	EAO 1.0%	Qualité 3.8%	Faible vol. 7.2%
EM 2.3%	Mid (Can) -4.5%	Industriels 6.6%	Soins Santé 3.2%	Émergents 1.0%	Croissance 0.6%	Qualité 5.6%
Équilibré* 1.0%	Global (Can) -5.0%	Serv. Pub. 3.4%	Cons. Disc. 3.1%	Asie (ME) 0.8%	Momentum -0.2%	Croissance 0.4%
HY É.-U. 0.9%	Muni. (Can) -6.0%	Cons. Base 2.5%	Serv. Pub. 2.8%	Japon 0.7%	Faible vol. -1.0%	Momentum -1.4%
C\$ par USD -1.3%	Prov. (Can) -7.2%	Tech -1.1%	Tech 2.0%	LatAm (ME) -6.6%		
Oblig. can. -5.0%	Long (Can) -10.7%	Matériaux -6.9%	Cons. Base 1.1%			

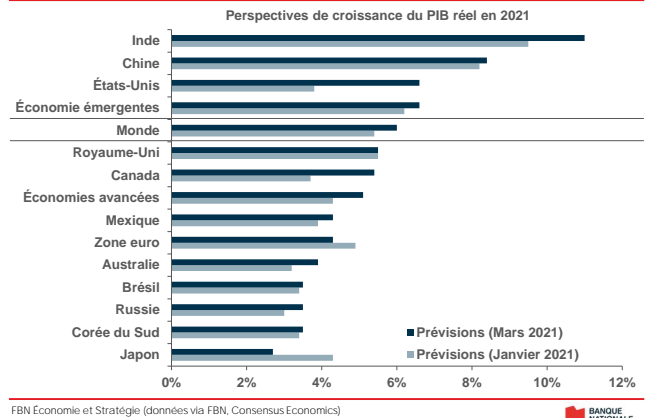
Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).



Ce constat s'explique en bonne partie par les révisions substantielles à la hausse des perspectives de croissance économique depuis le début de l'année (graphique 3) induites par la baisse des nouveaux cas de COVID-19 et surtout, par le passage d'un plan de relance budgétaire de \$1 900 milliards aux États-Unis début mars.

La fin du T1/2021 implique également que nous venons de conclure la première année d'un marché haussier ayant débuté le 24 mars 2020. Après une performance aussi fulgurante sur cette période – la hausse de 75 % pour le S&P 500 représente la meilleure première

3 Fortes révisions à la hausse des perspectives de croissance



FBN Économie et Stratégie (données via FBN, Consensus Economics)



année d'un marché haussier en plus de six décennies – on peut raisonnablement se questionner sur ce que la deuxième année nous réserve.

Alors, que peut nous apprendre l'histoire? Depuis 1957, chacune des deuxièmes années de marchés haussiers a généré des rendements positifs pour une moyenne de +13 %. Toutefois, une correction d'au minimum 5 % et d'en moyenne 10% s'est également observée sur ces périodes (graphique 4). Dans les deux cas, il serait surprenant que les douze prochains mois fassent exception à la règle. Alors, quels sont les éléments clés qui détermineront à quel point la route sera sinueuse cette fois-ci?

4 Que peut-on attendre de la 2^e année d'un marché haussier?

Marchés haussiers du S&P 500 depuis 1957 (rendement prix)			
Creux du marché baissier	Rendement marché haussier - An 1	Rendement marché haussier - An 2	Correction maximale marché haussier - An 2
10/22/1957	31%	10%	-9%
10/23/1962	36%	17%	-7%
10/7/1966	33%	7%	-10%
5/26/1970	44%	11%	-11%
10/3/1974	38%	21%	-5%
8/12/1982	58%	2%	-14%
10/19/1987	23%	25%	-7%
7/23/2002	24%	10%	-6%
3/9/2009	69%	16%	-16%
3/23/2020	75%	?	?
Moyenne	43%	13%	-10%

Bureau du chef des placements (données via Refinitiv, Bloomberg).



... deux questions clés à répondre...

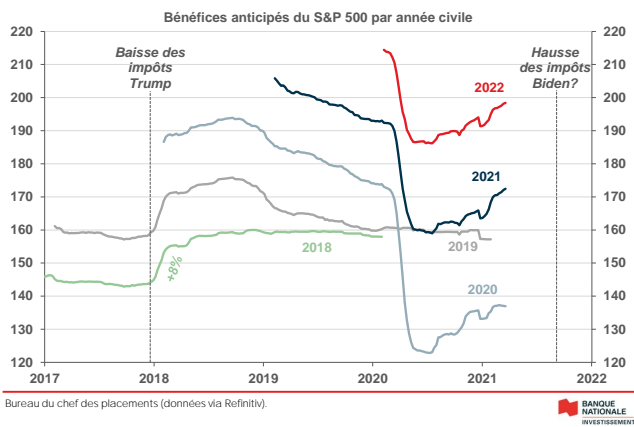
Sur le plan géopolitique, deux grandes questions devraient tenir les marchés en haleine au cours des prochains trimestres – et toutes deux tournent autour de l'administration Biden. La première concerne son (ses) plan(s) d'infrastructure et surtout, de quelle façon ces nouvelles dépenses seront financées.

Selon les détails présentés le 31 mars¹, il semble que les intentions de Biden au niveau des taxes pour les entreprises soient en ligne

¹ Biden unveils a \$2tn infrastructure plan and big corporate tax rise. Financial Times, 31 mars 2021.

avec le plan présenté par son équipe lors de la campagne électorale. Spécifiquement, on parle d'une augmentation du taux d'imposition de 21 % à 28 % (il était de 35 % avant les baisses de taxes de Trump), une augmentation des taxes sur les revenus étrangers et l'institution d'un taux minimum. Cela représenterait une baisse d'environ 9 %² pour les bénéfices du S&P 500 (les baisses de Trump passé en décembre 2017 avaient engendré une hausse d'environ 8 % des bénéfices anticipés, graphique 5). Cela n'est toutefois que le début d'une longue période de négociation avec le Congrès qui pourrait techniquement s'étirer jusqu'en septembre avant qu'un plan soit accepté.

5 Une hausse de l'impôt sur les sociétés est à prévoir



Difficile d'évaluer dans quelle mesure cela est déjà escompté dans les cours boursiers. Toutefois, l'administration Biden est très claire dans ses intentions, et dans leurs cas, elles se résument toujours en une politique qui au net, cherche à stimuler la croissance... à un moment où l'activité économique bénéficie déjà d'un bon élan. Pour cette raison, nous considérons cette question davantage comme un facteur de volatilité qu'une véritable menace au marché haussier en cours.

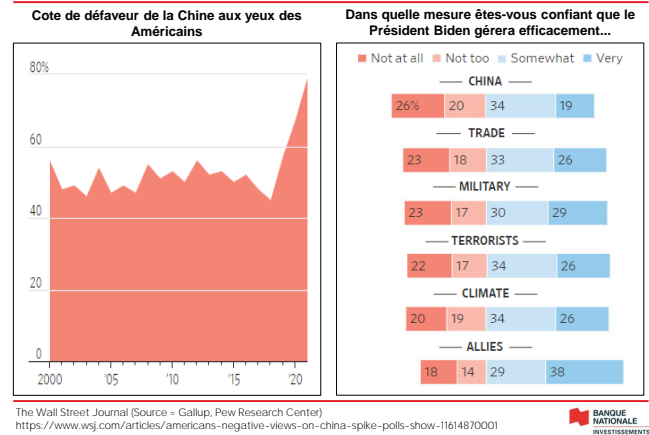
La seconde question concerne l'approche des États-Unis vis-à-vis la Chine. À ce sujet, un premier sommet entre officiels des deux pays le mois dernier a confirmé que leur relation allait demeurer tendue³. Rien de trop surprenant considérant qu'une approche ferme avec la Chine est un rare sujet faisant consensus aux États-Unis et perçu comme une faiblesse de Biden, selon de récents sondages (graphique 6).

Cependant, au-delà des guerres de mots, un enjeu fondamental risquant d'aviver les tensions entre les deux superpuissances sera leur approche respective dans la lutte aux changements climatiques. Les intentions de Biden restent à préciser et le sommet climatique du 22 avril prochain organisé par les États-Unis (auquel devrait participer Xi Jinping) devrait nous en apprendre davantage. Chose certaine, l'éventualité où les États-Unis et l'Union européenne ouvrent la porte à une taxe carbone aux frontières – dont la facture reviendrait largement à la Chine –

² Source = Goldman Sachs

³ *Bitter summit shoes no reset in chilly US-China relations. Financial Times, 20 mars 2021.*

6 Biden fera-t-il écho au sentiment américain envers la Chine?

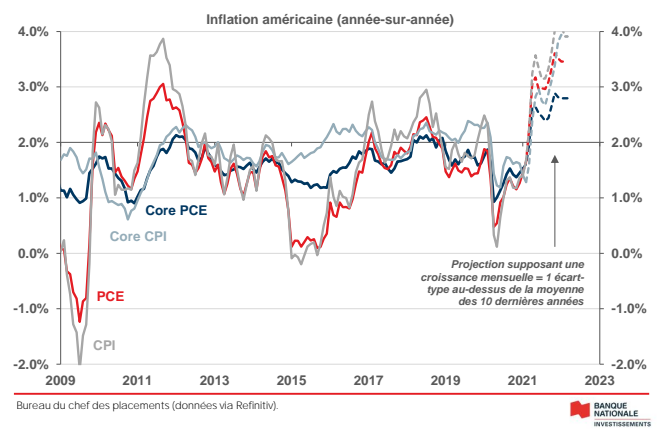


aurait de nombreuses implications géopolitiques et économiques (pour plus de détails sur le sujet, consultez le dernier rapport de notre collègue analyste en géopolitique, Angelo Katsoras : [Vers une inévitable taxe carbone aux frontières?](#)).

... et trois variables macro à surveiller

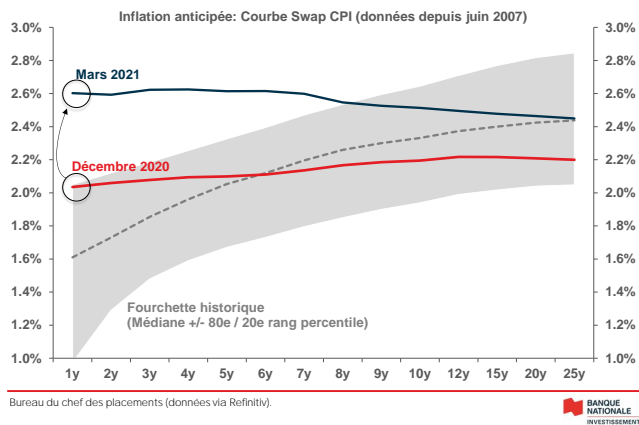
Sur le plan macroéconomique, nous percevons trois variables déterminantes pour la suite des choses. La première est l'inflation alors que les prochains mois devraient révéler des chiffres annuels significativement plus élevés, ne serait-ce qu'à cause des effets de bases (graphique 7).

7 La montée imminente de l'inflation...



En principe, ce rebond ne devrait pas avoir d'impact démesuré sur les marchés, puisque (1) il est largement anticipé (graphique 8, page suivante) et que (2) la Réserve fédérale a déjà dit qu'elle allait essentiellement l'ignorer. Néanmoins, des chiffres nettement supérieurs aux attentes pourraient certainement créer de la turbulence. Après tout, l'approche de la Réserve fédérale vis-à-vis l'inflation constitue un changement de régime par rapport aux quarante dernières années, et les marchés, anxieux de nature,

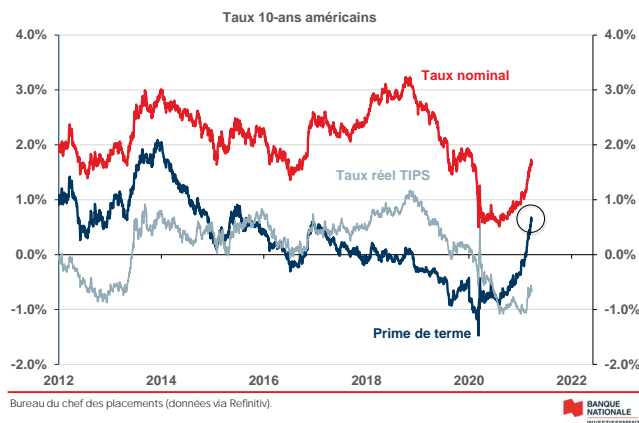
8 ... semble déjà escomptée par les marchés...



chercheront certainement à préciser/valider les paramètres ambigus de cette nouvelle fonction de réaction le moment venu.

Concrètement, la résultante de cette potentielle anxiété liée à l'inflation est la seconde donnée macroéconomique à suivre de près; les taux d'intérêt de longue échéance. En effet, les taux 10 ans américains ont significativement augmenté depuis le début de l'année, déstabilisant à l'occasion les marchés boursiers et la raison principale est la hausse de la prime de terme. Celle-ci reflète en partie la compensation que demandent les investisseurs pour l'incertitude au niveau de l'inflation (graphique 9).

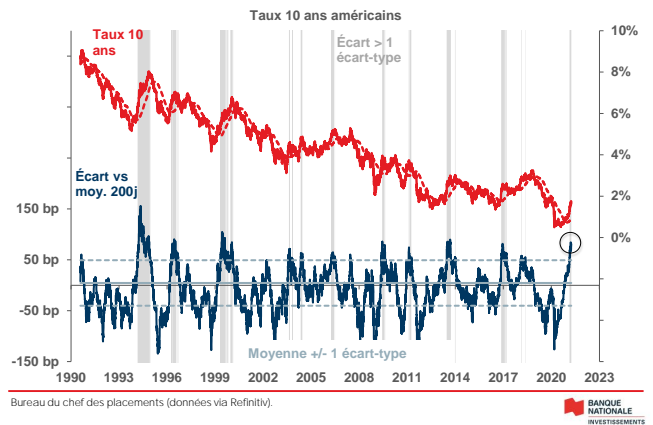
9 ... mais la prime à terme témoigne d'une certaine nervosité



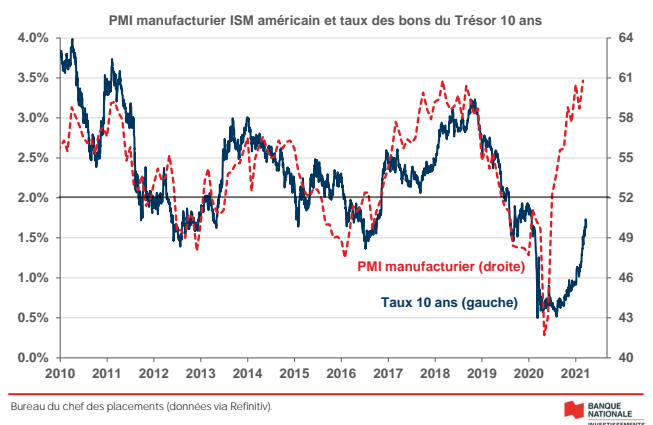
À court terme et purement sur une base technique, l'écart par rapport à leur moyenne mobile suggère que la récente hausse frénétique des taux 10 ans est due pour une pause (graphique 10).

Cela dit, tant que la croissance économique demeurera vigoureuse tel qu'on peut raisonnablement l'anticiper, il sera difficile pour les taux d'intérêt d'aller bien plus bas (graphique 11). Les dernières prévisions de nos collègues de l'équipe d'Économie et Stratégie FBN projettent 1.90 % pour les taux 10 ans américains

10 Les taux 10 ans sont techniquement dus pour une pause...



11 ... mais le chemin de moindre résistance reste vers le haut



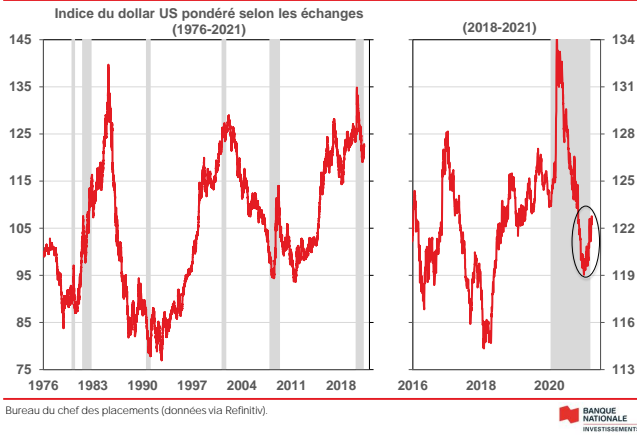
fin 2021⁴, mais il est fort probable que le marché aille tester le seuil symbolique de 2 % d'ici là.

Enfin, la direction du dollar américain – la troisième variable macro d'importance – nécessite également une attention particulière. Après une dépréciation quasi ininterrompue entre avril et décembre 2020, le billet vert s'est renforcé depuis le début de l'année 2021 (graphique 12, page suivante), porté par une amélioration marquée des perspectives de croissance aux États-Unis ainsi qu'un renversement des positions spéculatives massivement courtes (graphique 13, page suivante).

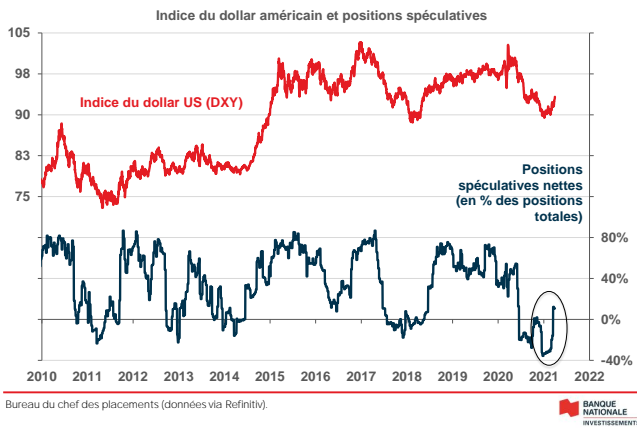
Sur un horizon de douze mois, nous continuons d'anticiper un contexte d'affaiblissement du dollar américain, tel que le laisse présager l'ampleur des déficits budgétaires et commerciaux (graphique 14, page suivante). Toutefois, à plus court terme, l'impulsion positive provenant du stimulus fiscal et de l'efficacité de l'opération vaccination américaine pourrait certainement donner lieu à une série de données économiques spectaculaires au sud de la frontière. Le billet vert pourrait donc demeurer fort pour encore quelques mois.

⁴ *Monthly Fixed Income Monitor, March 2021*

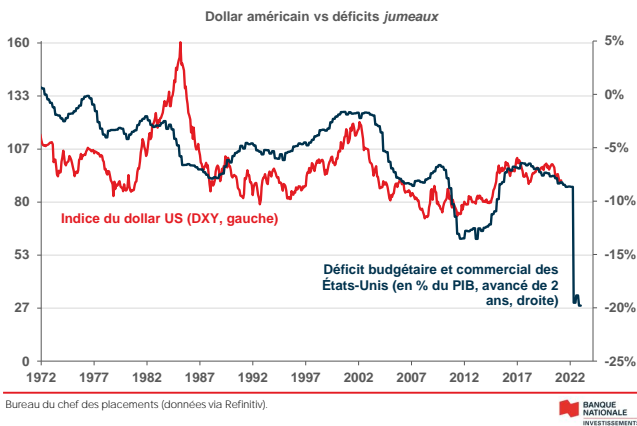
12 Rebond du dollar américain au premier trimestre...



13 ... accentué par un reversement des positions spéculatives



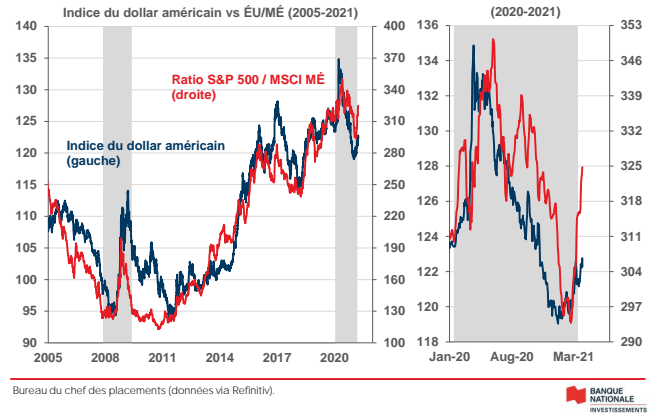
14 Les perspectives à long terme restent baissières pour le \$US



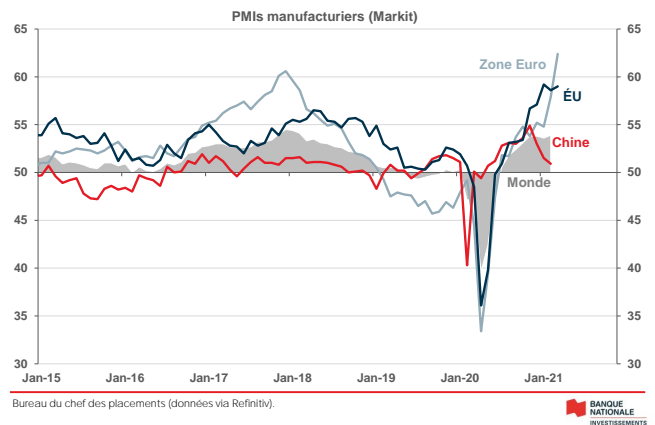
Mise à jour sur les marchés émergents

Une hausse du dollar américain est généralement synonyme de sous-performance pour les marchés émergents (MÉ), et les deux derniers mois n'ont pas fait exception (graphique 15). Après un départ canon à l'année, la région a récemment vu sa forte surperformance de 2021 s'estomper à un moment où certains signes de ralentissement s'observaient en Chine (graphique 16).

15 Un dollar fort complique la vie des marchés émergents...



16 ... tout comme la modération de la croissance en Chine

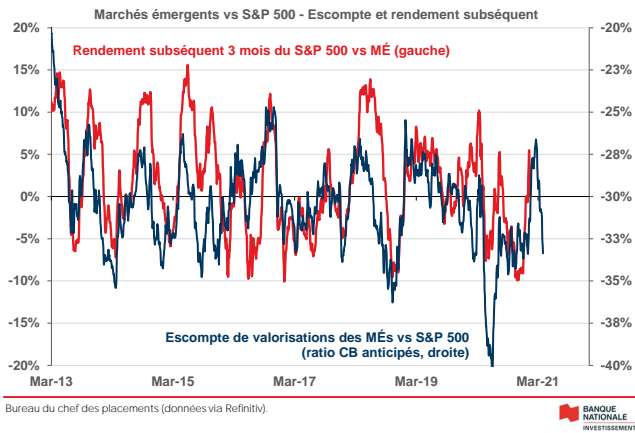


Dans ce contexte et considérant les risques d'une poursuite de la force du dollar américain à court terme, une mise à jour de la thèse nous menant à surpondérer la région depuis le mois d'août dernier s'imposait.

D'un point de vue des valorisations, l'écart entre les ratios cours/bénéfices des marchés émergents par rapport aux actions américaines – une mesure ayant un certain pouvoir prédictif sur un horizon de trois mois depuis quelques années (graphique 17, page suivante) – est retourné en faveur des MÉ. Cela ne veut pas dire que l'écart ne peut pas continuer de se creuser dans les prochains mois, mais cela suggère un risque à la baisse plus limité.

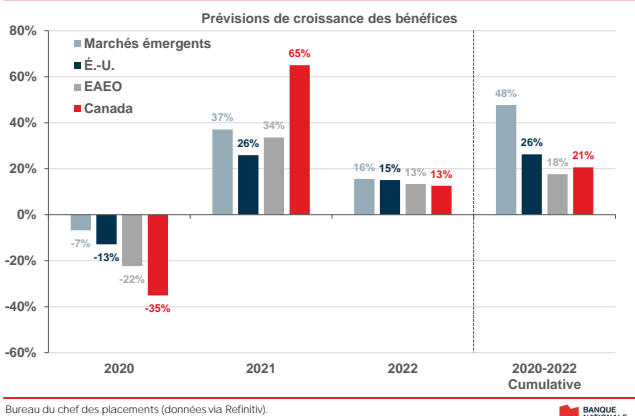
Du côté fondamental, les marchés émergents devraient bénéficier d'une forte croissance des bénéfices cette année et la prochaine, en plus d'avoir fait preuve d'une grande résilience en 2020. En

17 L'écart de valorisation...



somme, cela devrait en faire la région avec de loin la plus forte croissance des bénéfices sur la période 2020-2022 (graphique 18).

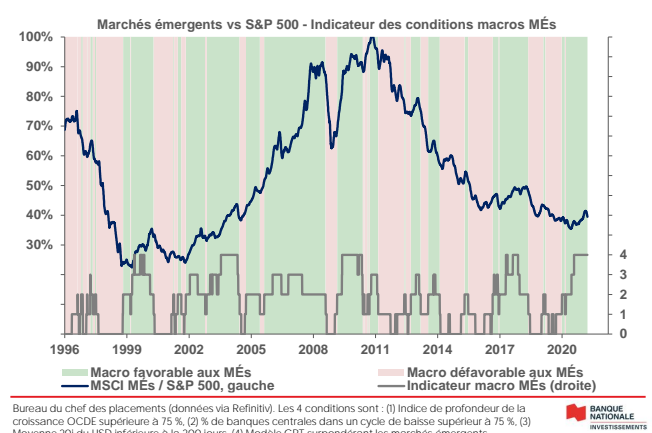
18 ... la croissance des bénéfices anticipés...



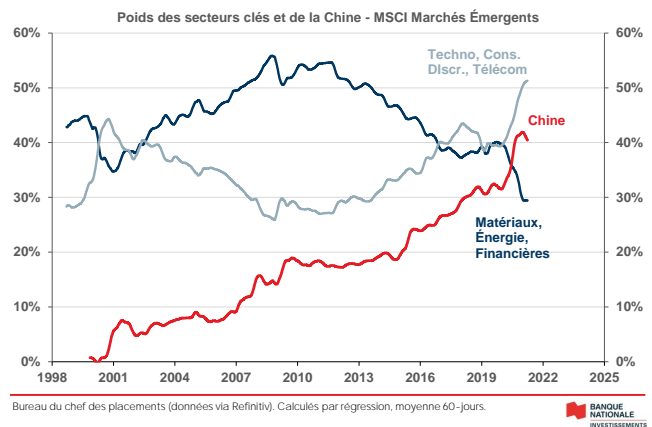
Sur le plan macroéconomique, notre thèse d'investissement repose essentiellement sur trois facteurs, soit : (1) une croissance mondiale généralisée (2) des politiques monétaires accommodantes et (3) un affaiblissement du dollar américain. Pour sortir toute subjectivité de l'équation, nous avons construit un modèle (relativement) simple qui regarde si ces conditions sont remplies et le résultat est plutôt éloquent. En effet, une règle surpondérant les MÉ si un minimum de 2 conditions sur 4 sont remplies (nous avons ajouté la recommandation de notre modèle GRT comme 4^e facteur) s'est rarement trompé bien longtemps. Actuellement, les 4 conditions militent en faveur des marchés émergents (graphique 19).

Pour ces raisons, nous concluons qu'un positionnement surpondéré en marchés émergents vis-à-vis la bourse américaine demeure adéquat. Toutefois, une importante nuance s'impose. L'indice représentatif des MÉ a significativement évolué au cours de la dernière décennie, suivant essentiellement la montée en puissance de géants du secteur technologique chinois (graphique 20).

19 ... et l'environnement macro militent en faveur des MÉs...



20 ... mais leurs poids lourds sont un risque à court terme



Si cette métamorphose s'est avérée un net avantage en 2020, elle représente clairement un risque pour la performance de la région à court terme considérant le potentiel d'escalade des tensions sino-américaine, de réglementations du secteur technologique chinois⁵ et la hausse éventuelle de l'inflation qui compromet leurs hautes valorisations.

Parmi les principales régions boursières, une alternative qui tend également à bénéficier d'un environnement de forte croissance mondiale est notre propre indice boursier canadien. En effet, l'allocation sectorielle du S&P/TSX est de loin la plus cyclique/valeur du groupe (graphique 21, page suivante) – un désavantage au cours des 10 dernières années qui s'est avéré un avantage au cours du premier trimestre de 2021 et cette tendance pourrait se poursuivre au cours des prochains mois.

⁵ *China's tech giants face a reckoning with the regulators. Financial Times, 24 mars 2021.*

21 S&P/TSX : de loin l'indice le plus cyclique du groupe

Allocation sectorielle - actions mondiales (au 26 mars 2021)

	Marchés Émergents	S&P/TSX	S&P 500	EAFE
Technologie	21%	9%	27%	9%
Financières	18%	32%	11%	17%
Cons. Discrétionnaire	18%	4%	12%	13%
Communication	12%	5%	11%	5%
Matériaux	8%	12%	3%	8%
Cons. de base	6%	4%	6%	10%
Énergie	5%	13%	3%	3%
Soins santé	4%	1%	13%	12%
Industriels	4%	12%	9%	15%
Immobilier	2%	3%	2%	3%
Services publics	2%	5%	3%	4%
Cyclique/Valeur*	55%	76%	41%	60%
Défensif/Croissance**	45%	24%	59%	40%

Bureau du chef des placements (données via iShares). *Cyclique/Valeur = Financières, Cons. Discr., Matériaux, Énergie, Industriels, Immobil. **Défensif/Croissance = Tech, Communication, Cons. base, Santé, Serv. Publics.



Conclusion pour l'investissement

Les perspectives demeurent favorables aux actifs risqués. La réouverture graduelle des économies combinée à l'impulsion de politiques monétaires et fiscales hautement accommodantes devrait mener à une forte croissance économique au cours des prochains trimestres. Conséquemment, nous conservons notre surpondération en actions inchangée.

Il faut toutefois tempérer ses espérances de rendements totaux et s'attendre à des épisodes de volatilité accrue alors que nous entamons la deuxième année du marché haussier. Les discussions entourant la politique de taxation des entreprises américaines, les relations sino-américaines et les craintes de surchauffe économique devraient graduellement accaparer l'attention des marchés à mesure que la pandémie devient un enjeu secondaire. Ces risques pourraient toutefois se traduire en opportunité et nous nous gardons une marge de manœuvre pour éventuellement augmenter notre répartition en actions dans cette optique.

Au sein des actions, nous apportons un ajustement mineur à notre répartition géographique en réduisant d'un cran l'allocation aux marchés émergents (demeure surpondérée) en faveur des actions canadiennes (de sous-pondéré à neutre). Bien que nous demeurions optimistes quant au potentiel des MÉ sur un horizon d'un an, ce changement tactique vise à tenir compte des risques accrus à court terme ainsi qu'à augmenter notre allocation aux secteurs cycliques, en vue du fort rebond de la croissance à nos portes.

Table 3 Scénario de base

Scénario (prob. *)	Éléments clés et implications pour l'investissement	
Scénario de base 70%	<ul style="list-style-type: none"> La campagne de vaccination contre le coronavirus s'accélère. La grande majorité de la population à risque des pays développés étant immunisée, le nombre de nouveaux cas reste relativement faible, la pression sur le système de santé diminue et la mortalité baisse fortement. La COVID-19 devient essentiellement un enjeu secondaire au début de l'été aux États-Unis, et à la fin de l'été dans les autres pays développés. 	
	<ul style="list-style-type: none"> La reprise cyclique mondiale s'accélère. Une réouverture progressive et permanente de l'économie entraîne une hausse du sentiment des consommateurs et une forte reprise du secteur des services. 	
	<ul style="list-style-type: none"> La majorité des décideurs politiques des pays développés maintiennent un niveau important de soutien fiscal aux entreprises et aux consommateurs. Aux États-Unis, l'administration Biden travaille à l'adoption d'un important plan d'infrastructures et à des hausses d'impôts modérées, en ligne avec ses engagements électoraux. 	
	<ul style="list-style-type: none"> L'inflation annuelle augmente considérablement, sous la pression d'une combinaison d'effets de base, d'une forte demande et de goulots d'étranglement de l'offre. Les craintes d'une surchauffe de l'économie et d'une hausse potentielle des taux augmentent occasionnellement, mais les banques centrales maintiennent le cap et conservent des mesures monétaires accommodantes tout au long de l'année. 	
	<p>➔ Les taux obligataires augmentent légèrement tandis que les actions poursuivent leur ascension le long de leur tendance à long terme. Le leadership demeure volatil mais penche en faveur des actions cycliques et marchés émergents. Les méga-cap sousperforment.</p>	
Scénario optimiste 20%	<ul style="list-style-type: none"> La multiplication des alternatives de vaccins à haute efficacité accélère le processus d'immunisation. Les pays retirent l'essentiel de leurs mesures de confinement plus tôt que prévu. 	
	<ul style="list-style-type: none"> La réouverture des économies suite à une victoire définitive contre la COVID-19 révèle une force insoupçonnée de la demande. Le sentiment des consommateurs bondit; l'excès d'épargne accumulé pendant la pandémie se traduit en dépenses de consommation. L'inflation augmente, mais pas assez pour provoquer l'inconfort des banques centrales qui maintiennent leurs taux inchangés. 	
	<p>➔ Les taux obligataires augmentent légèrement et le dollar américain recule. Les actions mondiales bondissent au-dessus de leur tendance à long terme. Les actions à petites capitalisations, cycliques, les marchés émergents et la région EAEO surperforment significativement.</p>	
Scénario pessimiste 10%	<ul style="list-style-type: none"> Les campagnes de vaccination ne parviennent pas à contrecarrer la propagation rapide des variants du coronavirus. La croissance mondiale ralentit en raison de l'augmentation du nombre de cas, de l'extension/du renouvellement des mesures de confinement et de la dégradation du sentiment des consommateurs. 	
	<ul style="list-style-type: none"> L'administration Biden révèle quelques surprises. L'incertitude sur la politique fiscale américaine, la réglementation des grandes entreprises du secteur technologique et/ou les relations sino-américaines forcent les marchés à recalibrer leurs attentes. 	
	<p>➔ Les taux obligataires chutent, le dollar américain s'apprécie, les actions s'aventurent en territoire de correction. Le leadership se déplace vers les obligations d'État et de haute qualité. Les actions défensives surperforment.</p>	

Bureau du chef des placements. Dernière mise à jour: 1 avril 2021 (mis à jour trimestriellement à moins qu'un événement exige une révision). *Probabilités subjectives basées sur les conditions actuelles du marché et susceptibles d'être modifiées sans préavis.

Table 4 Répartition globale de l'actif - Portefeuille modèle (en \$C)

Classes d'actifs	Indice référence		Portefeuille modèle				Commentaires
	Total	Classe d'actif	Total		Classe d'actif		
			Allocation	Poids actif	Allocation	Poids actif	
Liquidités	0%	-	0.0%	0.0%	-	-	En début de nouveau cycle économique, les actions devraient surperformer les marchés obligataires, qui affichent des taux près d'un creux historique. Les actifs alternatifs permettent de mieux contrôler le risque total du portefeuille et offrent une protection contre une éventuelle reprise de l'inflation. Dans l'ensemble, ce positionnement est pro-risque.
Revenu Fixe	40%	-	31.0%	-9.0%	-	-	
Actions	60%	-	64.0%	4.0%	-	-	
Alternatifs	0%	-	5.0%	5.0%	-	-	
Revenu Fixe							Le contexte monétaire et économique devrait amener le crédit corporatif à surperformer. Pour des raisons de contrôle du risque, nous nous en tenons au crédit de catégorie investissement. Les taux long-terme devraient augmenter légèrement à mesure que les prévisions d'inflation se normalisent, mais nous prévoyons que les taux réels demeureront négatifs.
Gouvernement	28%	73%	17.5%	-10.5%	55%	-18%	
Catégorie Investissement	12%	27%	14.5%	2.5%	45%	18%	
Rendement Élevé	0%	0%	0.0%	0.0%	0%	0%	
Durée	8.2 ann.	-	7.8 ann.	-0.4 ann.	-	-	
Actions							Nous voyons les MÉS surperformer les actions US dans un contexte de forte croissance et de politiques monétaires accommodantes, avec une préférence pour les secteurs cycliques/valeurs dans les MÉS (RAFI Fondamental, 3%). Aux É.-U., nous privilégions les entreprises de haute qualité (MSCI Qualité, poids cible 4%) versant des dividendes (Arist. div., 4%) et l'indice équilibré (4%) pour leurs propriétés diversifiées et cycliques.
Canada	21%	35%	22.4%	1.4%	35%	0.0%	
États-Unis	21%	35%	21.0%	0.0%	33%	-2.2%	
EAEO	12%	20%	12.8%	0.8%	20%	0.0%	
Marchés émergents	6%	10%	7.8%	1.8%	12%	2.2%	
Alternatifs							L'environnement macroéconomique reste favorable à l'or, avec des taux d'intérêt réels qui devraient demeurer négatifs et une dépréciation du dollar américain. En conséquence, les TIPS devraient surperformer leurs homologues nominaux, en plus d'offrir une protection plus directe contre l'inflation et une faible volatilité. Cette répartition des actifs offre une faible corrélation avec les actifs traditionnels.
Protection contre l'inflation	0%	0%	2.0%	2.0%	40%	40%	
Or	0%	0%	3.0%	3.0%	60%	60%	
Revenus non traditionnels	0%	0%	0.0%	0.0%	0%	0%	
Stratégies non corrélées	0%	0%	0.0%	0.0%	0%	0%	
Devises							Notre stratégie de portefeuille globale nous place surpondéré en dollars américains par rapport à notre indice de référence, uniquement en raison de notre position en or. Bien que notre scénario de base soit cohérent avec une légère appréciation du dollar canadien, nous maintenons ce positionnement uniquement à des fins de gestion des risques puisque l'or en CAD offre des propriétés historiques plus attrayantes du point de vue de la construction du portefeuille.
Dollar canadien	61%	-	55.4%	-5.6%	-	-	
Dollar américain	21%	-	24.0%	3.0%	-	-	
Euro	5%	-	4.9%	0.3%	-	-	
Yen japonais	3%	-	3.3%	0.2%	-	-	
Livre sterling	2%	-	1.8%	0.1%	-	-	
Autres	9%	-	10.7%	2.0%	-	-	

Bureau du chef des placements. L'indice de référence en revenu fixe est 100 % FTSE Canada Univers. Il n'y a pas d'actifs alternatifs dans l'indice de référence étant donné que leur inclusion est conditionnelle à ce qu'elle améliore les propriétés de risque/rendement des actifs traditionnels (60/40). L'amplitude des barres de couleur sous les colonnes "Poids actif" est proportionnelle aux déviations maximales du portefeuille (+/- 10% pour les actions et les obligations, +10% en liquidités, +20% en placements alternatifs).

Bureau du chef des placements

cio-office@bnc.ca

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

Louis Lajoie
Stratège en
investissement
louis.lajoie@bnc.ca

Simon-Carl Dunberry
Analyste en chef
simon-carl.dunberry@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.

© 2021 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.