

STRATÉGIE 2020 DE RÉPARTITION DE L'ACTIF

Les marchés sont-ils déconnectés de la réalité?

Faits saillants

- Après avoir passé la majeure partie du mois de mai à se consolider à michemin dans la reprise, les actifs risqués ont grimpé en puissance à la fin du mois. Ainsi, l'indice boursier phare de Wall Street se situe désormais au même niveau qu'il y a seulement... sept mois. Pendant ce temps, sur Main Street, les récents rapports sur le marché du travail ont montré que l'emploi total est revenu au niveau d'il y a... 23 ans.
- Une telle dichotomie entre les marchés financiers et l'économie sous-jacente a inévitablement (et raisonnablement) suscité le scepticisme de nombreux investisseurs. Pourtant, la divergence entre Wall Street et Main Street ne semble pas être le résultat d'une exagération extrême de la part des spéculateurs. Elle découle plutôt d'un exemple extrême des différences fondamentales de leurs caractéristiques sous-jacentes, soit le fait que (1) les marchés des actions sont des machines à escompter, (2) les taux d'escompte ont considérablement baissés et (3) le marché boursier américain est dominé par des secteurs mieux équipés pour faire face à cette crise. Par conséquent, nous continuons de croire qu'il serait malavisé d'adopter une allocation d'actifs carrément défensive dans le contexte actuel.
- > Ceci étant dit, il y a lieu de se questionner sur le potentiel de surprises positives à court terme considérant que le scénario escompté par les marchés est déjà parmi les plus optimistes. Soyons clairs : il se peut que l'économie reprenne rapidement son rythme sans dommage permanent et que la course au vaccin contre la COVID-19 porte fruit, auquel cas la tendance à la hausse devrait se poursuivre sans trop de heurts pour la bourse. Toutefois, les embûches potentielles nous paraissent encore trop nombreuses et l'asymétrie des issues trop déséquilibrée pour justifier une augmentation tactique du risque à ces niveaux. C'est pourquoi nous demeurons prudents avec une allocation d'actif surpondéré en liquidité, sous-pondéré en revenu fixe, et neutre en actions. Nous conservons également notre biais favorable au marché boursier américain en contrepartie d'une sous-pondération dans la région EAFE.
- L'Amérique du Nord se dirige-t-elle vers des taux d'intérêt négatifs ? Pas dans les circonstances actuelles, car les mesures monétaires mises en place ont déjà permis de mettre un plancher sur les attentes d'inflation, de plafonner le dollar et de permettre au crédit de circuler. Il serait donc surprenant de voir les taux des obligations d'État qui demeurent nettement surachetées s'aventurer beaucoup plus bas.
- Les actions de style « valeur & cycliques » vont-elles surpasser leurs homologues de « croissance & défense » dans les mois à venir ? Ce n'est pas ce que nous prévoyons pour le moment. Au-delà du rebond inévitable de nombreux indicateurs économiques, la reprise de la croissance mondiale ne sera probablement que graduelle et restera très fragile tant qu'un vaccin ne sera pas disponible. En outre, l'un des principaux vecteurs du leadership cyclique est la direction des taux d'intérêt, dont la hausse est limitée par l'assouplissement quantitatif « illimité » des banques centrales. Dans ce contexte, nous maintenons notre surpondération en actions américaines au détriment de la région EAEO.
- > Considérant la rationalisation en cours parmi les producteurs américains, les réductions supplémentaires récemment annoncées par l'Arabie Saoudite, qui doivent entrer en vigueur le 1er juin, ainsi que l'amélioration graduelle de la demande, les fondamentaux de l'offre et de la demande de pétrole brut sont maintenant indéniablement plus clairs. Néanmoins, le tableau reste loin d'être rose pour le pétrole. Bien qu'il soit peu probable que nous revoyions les bas d'avril, jusqu'à ce que la demande puisse plus que compenser l'offre et absorber les niveaux de stocks existants, les prix sont peu susceptibles de grimper davantage.

Tableau 1 Répartition globale de l'	actif
Classes d'actifs Po	oids 🕂
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	
Pétrole/Énergie	
Métaux de base	
Or	
Infrastructure	

Répartition actuelle

Répartition précédente

Bureau du chef des placements

Revue des marchés

Revenu Fixe

- Les taux 10 ans américains sont restés inchangés tout au long du mois de mai, maintenus par une inflation et des prévisions de croissance implicite constantes.
- Plus haut sur l'échelle du crédit, un aplatissement des écarts de taux des obligations *Investment Grade* (en baisse de 30 pb) et du *High Yield* (en baisse de 86 pb) a permis à ces actifs de surperformer leurs homologues moins risqués.
- > Au Canada, le mois fut relativement calme pour le revenu fixe, la courbe de rendement et les écarts de crédit étant restés stables tout au long de la période.

Marchés boursiers canadiens

- La notion de range-bound était un thème commun à de nombreuses classes d'actifs en mai, les actions canadiennes ne faisant pas exception.
- > Une série de données économiques moins mauvaises que prévu plus tard dans le mois a finalement contribué à faire monter l'indice pour clôturer dans le positif pour un deuxième mois consécutif.
- > Les secteurs des soins de la santé et de la technologie de l'information ont mené le bal, affichant une croissance à deux chiffres, tandis que les secteurs des services publics et de l'immobilier, davantage de nature obligataire, étaient à la traîne.

Marchés boursiers américains

- Également en fourchette pour une grande partie du mois de mai, le S&P 500 a tout de même terminé la période au-dessus de sa moyenne mobile de 200 jours, une première depuis le début de la crise.
- Alors que beaucoup d'incertitudes subsistent quant à la trajectoire des cas COVID-19 dans les semaines à venir, les débuts d'une réduction des mesures de confinement ont donné aux investisseurs espoir que la consommation pourrait bientôt reprendre.
- Sans surprise, les secteurs cycliques des matériaux et de l'industriel ont terminé le mois en tête du peloton, tandis que les secteurs plus défensifs de la consommation de base et de l'énergie ont tous deux pris du retard.

Matières premières

- Après la descente historique en territoire de prix négatifs en avril, le marché du pétrole brut semblait être sur la voie de la normalisation en mai
- Les coupures américaines et de l'OPEP+, ainsi que l'augmentation de la demande à la suite d'un assouplissement des mesures de confinement ont contribué à soulager quelque peu la disparité entre l'offre et la demande.
- Ainsi, le WTI a grimpé en flèche le mois dernier, affichant sa meilleure performance mensuelle jamais enregistrée, bien qu'il reste toujours proche des niveaux observés pour la dernière fois en 2016.
- En ce qui concerne l'or, la stabilité des taux réels et du sentiment des investisseurs a aidé à maintenir le prix du métal brillant relativement stable au cours de la période, terminant par une hausse de seulement 1,6 %.

Devises

- L'indice du dollar américain a franchi un seuil de soutien clé à la fin du mois dernier, passant pour la première fois sous sa fourchette des deux derniers mois, alors que le moral des investisseurs s'améliorait.
- Quant au huard, il est lui aussi resté dans une fourchette étroite tout au long du mois.

Tableau 2 Rendement total des marchés				
Classes d'actifs	Mai	AÀD	12 mois	
Liquidités (T-bills 3 mois)	0.1%	0.8%	1.7%	
Obligations (FTSE CA Univ.)	0.3%	5.7%	7.1%	
FTSE CA Court terme	0.3%	3.5%	4.1%	
FTSE CA Moyen terme	0.4%	7.2%	7.6%	
FTSE CA Long terme	0.3%	7.6%	10.5%	
FTSE CA Gouvernement	0.2%	6.9%	7.8%	
Fédéral	0.2%	7.0%	7.0%	
Provinces	0.2%	6.8%	8.6%	
Munis	0.2%	6.0%	7.9%	
FTSE CA sociétés	0.6%	2.8%	5.0%	
AA+	0.3%	3.4%	4.5%	
BBB	1.0%	2.1%	4.7%	
BoAML Inv. Grade (\$US)	1.7%	2.8%	9.6%	
BoAML High-Yield (\$US)	4.6%	-5.7%	0.3%	
Actions privilégiées	-1.7%	-14.5%	-10.0%	
Actions Can. (S&P/TSX)	3.0%	-9.7%	-2.1%	
Énergie	3.0%	-27.0%	-22.2%	
Industriels	2.3%	-5.3%	-0.2%	
Financières	0.6%	-19.2%	-11.8%	
Matériaux	2.2%	10.4%	35.0%	
Serv. Publics	0.6%	-1.0%	12.6%	
Cons. Disc	8.3%	-12.5%	-6.3%	
Cons. Base	4.7%	1.7%	1.6%	
Santé	5.6%	-28.5%	-51.4%	
Technologie	14.6%	42.7%	68.3%	
Sce de Comm.	1.9%	-6.7%	-5.1%	
REITS	0.2%	-22.5%	-17.2%	
S&P/TSX petites cap.	4.8%	-18.9%	-11.2%	
Actions US (S&P500 \$ US)	4.8%	-5.0%	12.8%	
Énergie	1.9%	-34.5%	-29.2%	
Industriels	5.5%	-16.3%	-3.8%	
Financières	2.7%	-23.4%	-7.8%	
Matériaux	7.0%	-8.9%	8.1%	
Serv. publics	4.4%	-6.8%	6.1%	
Cons. disc	5.0%	2.1%	15.6%	
Cons. base	1.5%	-5.3%	9.4%	
Santé	3.3%	1.6%	21.1%	
Technologie Sce de Comm.	7.1%	7.3% 0.2%	38.4% 16.4%	
REITs	6.0% 1.9%	-9.9%	-1.7%	
Russell 2000 (\$ US)	6.4%	-16.4%	-1.7 <i>%</i> -4.9%	
Actions mond. (MSCI ACWI)	4.4%	-8.9%	6.0%	
MSCI EAFE (\$ US) MSCI EM (\$ US)	4.4% 0.8%	-14.0% -15.9%	-2.4% -4.0%	
Mat. premières (CRB index)	3.9%	-8.6%	-11.7%	
Pétrole WTI (\$US/baril)	78.9% 1.6%	-44.8%	-37.0%	
Or (\$US/once) Cuivre (\$US/tonne)	1.6% 3.7%	13.9% -13.0%	33.2% -7.8%	
Devises (DXY - Indice \$US)	-0.7%	2.0%	0.6%	
USD par EUR	1.6%	-0.9%	-0.2%	
CAD par USD	-1.2%	6.0%	1.9%	

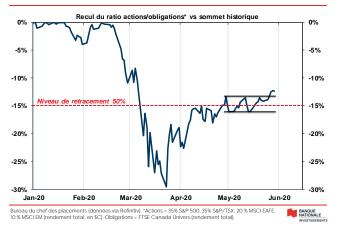
Bureau du chef des placements (données via Refinitiv)

2020-05-29

Les marchés sont-ils déconnectés de la réalité?

Après avoir passé la majeure partie du mois de mai à se consolider à mi-chemin dans la reprise, les actifs risqués ont grimpé en puissance à la fin du mois (graphique 1), soutenus en partie par le relâchement progressif des mesures de confinement et les évolutions positives dans la course au vaccin.





Ainsi, l'indice boursier phare de *Wall Street* – le S&P 500 – n'est plus qu'à 10 % de son sommet d'avant la crise, soit à peu près le même niveau qu'il y a... sept mois (graphique 2).

2 Wall Street...

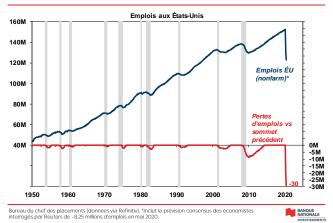


Pendant ce temps, sur *Main Street*, les récents rapports sur le marché du travail ont révélé l'ampleur de la crise pour les travailleurs. Les quelques 30¹ millions d'emplois perdus aux États-Unis au cours des derniers mois, un chiffre sans précédent, ramènent l'emploi total au niveau d'il y a... 23 ans (graphique 3).

Une telle dichotomie entre les marchés financiers et l'économie sousjacente a inévitablement (et raisonnablement) suscité le scepticisme de nombreux investisseurs quant à la durabilité du rebond boursier. Cependant, avant de sauter aux conclusions, il convient de souligner trois éléments qui contribuent à mettre en perspective le comportement récent du marché.

<u>Premièrement, les marchés des actions sont des machines à escompter.</u> Alors que les données économiques telles que les rapports sur l'emploi donnent une image de la croissance économique actuelle,

... est-elle complètement déconnectée de Main Street?



le marché boursier n'utilise ces informations qu'en tant qu'intrant pour calibrer ses attentes concernant la croissance future. En temps « normal », de lourdes pertes d'emplois laissent présager d'autres pertes d'emplois, comme ce fut le cas tout au long de la récession de 2008/2009, par exemple. Toutefois, la récession actuelle diffère considérablement en ce sens que près de 8 chômeurs sur 10 sont en licenciement temporaire (graphique 4). Il faudra sans doute beaucoup plus de temps pour récupérer tous ces emplois qu'il n'en a fallu pour les perdre, mais le creux est imminent et c'est la priorité pour les marchés.

La majorité des chômeurs sont en licenciement temporaire



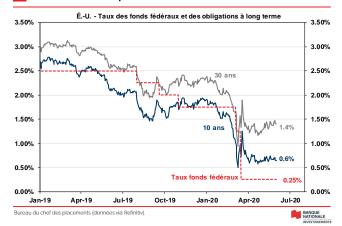
Deuxièmement, les taux d'escompte prévalant sur les marchés financiers ont considérablement baissé à la suite des interventions des banques centrales. En abaissant son taux cible de 150 points de base et surtout en signalant son intention de rester à ce niveau pendant une période prolongée (graphique 5, page suivante), la Réserve fédérale a de facto augmenté la valeur actuelle de la croissance future (toutes choses égales par ailleurs). De plus, l'injection massive de liquidités a révélé l'ampleur et l'efficacité insoupçonnées de l'arsenal monétaire disponible en temps de crise ; un précédent qui soutient indéniablement l'appétit des investisseurs pour le risque.

L'abondance des accommodements monétaires a-t-elle poussé les valorisations boursières à des niveaux déraisonnables? Pour nous en assurer, nous examinons la prime de risque des actions (Equity Risk Premium, ERP) qui évalue les actions par rapport aux taux des obligations d'État. Constat: l'ERP calculé avec des bénéfices anticipés

3

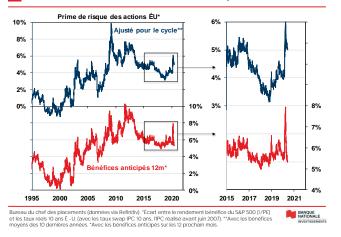
¹ Inclut la prévision consensus des économistes interrogés par Reuters de -8,25 millions d'emplois en mai 2020.

Les taux d'escompte ont considérablement baissé...



sur 12 mois est à peu près revenu à son niveau caractérisant la majeure partie des cinq dernières années, alors que la version ajustée pour le cycle se situe en fait dans le haut de la fourchette de son histoire récente (graphique 6). En termes simples, les marchés boursiers ne sont manifestement pas l'aubaine qu'ils étaient à la fin du mois de mars, mais les primes de risque ne témoignent pas d'une « exubérance irrationnelle² ».





Troisièmement, la bourse américaine n'est pas le reflet parfait de l'économie américaine. Comme toutes crises, il y a des secteurs de l'économie qui s'en tirent mieux que d'autres. Il s'avère que cette foisci, ce sont principalement les entreprises du secteur technologique (1er secteur du S&P 500 à 26 %) de soins de santé (2º secteur du S&P 500 à 15 %) et des services de communication (3° secteur du S&P 500 à 11 %) qui s'avèrent mieux équipées. Contrairement à ce que l'on pourrait penser, même le quatrième secteur (consommation discrétionnaire) se porte plutôt bien, mais n'oublions pas qu'il est dominé par Amazon. De l'autre côté, les secteurs plus directement reliés à la croissance économique dans son ensemble (financier, industriel, énergie) affichent toujours de lourdes pertes cette année (graphique 7).

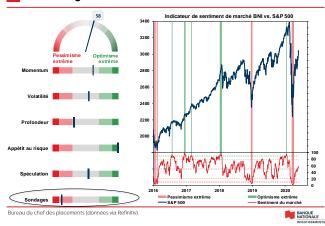
En somme, le point est que la divergence entre Wall Street et Main Street ne semble pas être le résultat d'une exagération extrême de la part des investisseurs et spéculateurs. D'ailleurs, notre indicateur de

L'allocation sectorielle du S&P 500 est éloquente

		Performance (prix)				
		Poids	Dern. sem.	MÀJ	AÀJ	1 an
	S&P 500		3.0%	4.5%	-5.8%	9.4%
	Technologie	26%	1.4%	6.8%	6.7%	35.2%
	Soins de santé	15%	3.4%	3.1%	0.8%	18.7%
nes Se	Serv. de comm.	11%	0.6%	6.0%	-0.4%	12.5%
<u>is</u>	Cons. discr.	11%	2.0%	4.9%	1.6%	13.0%
américaines	Financières	10%	6.6%	2.4%	-24.2%	-1 <mark>1</mark> .7%
	Industriels	8%	6.0%	5.1%	- <mark>17</mark> .1%	-6.7%
Actions	Cons. base	7%	3.0%	1.4%	-6 <mark>.</mark> 4%	5.1%
ĄĊĘį	Serv. Publics	3%	5.7%	3.9%	-8.0%	3.1%
	Énergie	3%	0.9%	0.7%	-36.1%	-34.4%
	Immobiliers	3%	5.8%	1.7%	-1 <mark>0</mark> .8%	-3.4%
	Matériaux	3%	4.7%	6.7%	-9 <mark>.</mark> 7%	4.6%
Burea	u du chef des placements (données	via Refinitiv). Er	n date du 29 mai 2020).		BANQUE NATIONALE

sentiment reste loin d'un niveau d'exagération, alors que la souscomposante relative aux sondages penche encore du côté du pessimisme (graphique 8). En revanche, on peut soutenir qu'elle provient d'un exemple extrême des différences fondamentales de leurs caractéristiques sous-jacentes.

Pas d'exagération du côté du sentiment de marché



De plus, lorsque nous analysons d'autres périodes de hausse boursière similaires, nous constatons qu'elles ont tendance à être de bon augure pour les perspectives à moyen et long terme, et non l'inverse (graphique 9, page suivante). Ainsi, nous continuons à penser qu'il serait malavisé d'adopter une allocation d'actifs purement défensive dans le contexte actuel. Cela est d'autant plus vrai maintenant que les marchés ont traversé une période de consolidation et que les fondamentaux du pétrole se sont améliorés (voir la section sur les matières premières), faisant passer tous les éléments de notre liste au vert (graphique 10, page suivante).

Ceci étant dit, il y a lieu de se questionner sur le potentiel de surprises positives à court terme considérant que le scénario escompté par les marchés est déjà parmi les plus optimistes. Soyons clairs : il se peut que l'économie reprenne rapidement son rythme sans dommage permanent et que la course au vaccin contre la COVID-19 porte fruit, auguel cas la tendance à la hausse devrait se poursuivre sans trop de heurts pour la bourse. Toutefois, les embûches potentielles nous

² « Exubérance irrationnelle » est l'expression utilisée par Alan Greenspan, alors président du Conseil de la Réserve fédérale, dans un discours prononcé à l'American Enterprise Institute pendant la bulle Internet des années 1990. Cette phrase a été interprétée comme un avertissement que le marché boursier pourrait être surévalué. (extrait de Wikipédia)

Ce qui monte ne doit pas toujours redescendre

	marce ser	500 rendemen	t total (depuis	1973)	
10 meilleurs trimestres	Performance	Trimestre suivant	Année suivante	3 années suivantes (ann.)	5 années suivantes (ann.)
Q1 1975	23.9%	14.4%	25.7%	5.4%	6.9%
Q4 1998	23.6%	5.6%	24.3%	1.5%	1.1%
Q1 1987	21.2%	4.8%	-9.5%	8.5%	12.2%
Q4 1982	19.9%	9.0%	20.9%	19.3%	15.9%
Q2 1997	19.1%	7.7%	32.4%	22.9%	6.1%
Q4 1985	18.4%	15.2%	18.2%	12.5%	13.4%
Q4 1999	17.1%	4.2%	-5.7%	-12.9%	-1.3%
Q1 1991	16.9%	0.3%	16.2%	11.1%	16.5%
Q2 2009	15.8%	15.3%	13.9%	16.2%	18.6%
Q2 2003	15.4%	2.7%	19.1%	11.0%	7.3%
rimestre-à-date*	18.2%	?	?	?	?
Moyenne	19.1%	7.9%	15.6%	9.5%	9.7%
Positif / Total	-	10/10	8/10	9/10	9/10

Prêt sur l'horizon cyclique, prudent sur le plan tactique

- Des mesures fiscales concrètes visant à aider les travailleurs et les entreprises
- Rétablissement du flux de crédit pour les ménages et les entreprises
- Consolidation du marché boursier autour des niveaux actuels
- Un fléchissement du taux de croissance mondial des nouveaux cas de Covid-19
- ✓ Clarifications des fondamentaux de l'offre et de la demande de pétrole brut

Bureau du chef des placements.



paraissent encore trop nombreuses et l'asymétrie des issues trop déséquilibrée pour justifier une augmentation tactique du risque à ces niveaux. C'est pourquoi nous demeurons prudents avec une allocation d'actif surpondéré en liquidité, sous-pondéré en revenu fixe, et neutre en actions. Nous conservons également notre biais favorable au marché boursier américain en contrepartie d'une sous-pondération dans la région EAFE.

Revenu fixe: arsenal monétaire

Comme nous venons de le décrire, l'intervention des banques centrales est l'un des facteurs clés du rebond du marché. Néanmoins, le débat sur leur capacité à faire plus en cas de nouvelle dégradation de la situation économique persiste. Interrogé à ce sujet, Jerome Powell s'est montré très clair :

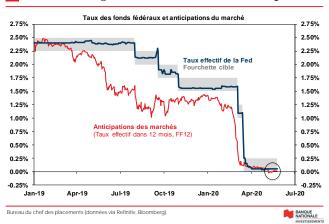
« Nous ne sommes pas à court de munitions, loin de là. Non, il n'y a pas vraiment de limite à ce que nous pouvons faire avec ces programmes de prêts que nous avons. Nous pouvons donc faire beaucoup plus pour soutenir l'économie, et nous sommes déterminés à faire tout ce que nous pouvons aussi longtemps que nécessaire. »

> - Jerome Powell, entrevue CBS 60 Minutes, 17 mai 2020

Des remarques aussi rassurantes de la part du président de la Réserve fédérale ne devraient pas surprendre. Après tout, le choix des mots est un élément clé du coffre à outils de toute banque centrale considérant que le moindre manque de clarté peut rapidement faire dérailler

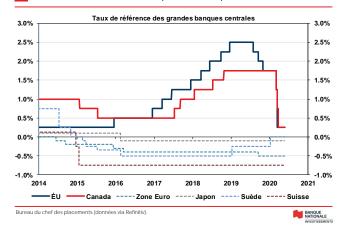
quelconque politique monétaire. Ce qui était plus surprenant au début du mois de mai, c'est le fait que les participants sur le marché des produits dérivés de taux d'intérêt ont commencé à envisager la possibilité que la Réserve fédérale utilise un autre (plutôt controversé) outil : une politique de taux d'intérêt négatif (Negative Interest Rate Policy, NIRP) (graphique 11).





NIRP est un sujet de débat majeur parmi les économistes depuis que la zone euro, la Suisse, la Suède et le Japon se sont engagés dans cette voie entre 2014 et 2016 (graphique 12). Notre objectif n'est certainement pas d'entrer dans cet argument, mais plutôt d'évaluer s'il s'agit d'un scénario probable étant donné qu'il y aurait des implications pour presque tous les actifs financiers.

... comme ailleurs en Europe et au Japon?



Dans sa forme la plus simple, réduire le taux de référence en territoire négatif est un acte de dernier recours des banques centrales pour combattre le risque de déflation en soutenant la croissance du crédit et en affaiblissant sa monnaie. En revanche, cela a également tendance à provoquer plusieurs effets secondaires néfastes, tels que l'affaiblissement du secteur bancaire. Les conditions actuelles nécessitent-elles une action aussi controversée ?

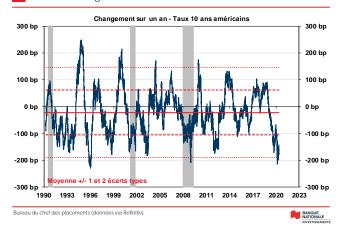
Non. Les mesures monétaires mises en place ont déjà permis de mettre un plancher sur les attentes d'inflation, de plafonner le dollar (graphique 13, page suivante) et de permettre au crédit de circuler (graphique 14, page suivante). Si ces tendances se poursuivent alors que l'activité économique se redresse comme nous le prévoyons, il n'y a absolument aucune raison d'anticiper des taux négatifs au sud de la frontière.

... et la croissance du crédit ne le réclame pas



De plus, il ne fait guère de doute que la Fed utilisera d'autres mesures (telles que de nouveaux achats d'actifs ou un contrôle explicite de la courbe à terme des taux³) avant même d'envisager de faire passer le

Les taux obligataires demeurent nettement surachetés



taux cible au-dessous de zéro. Une fois de plus, Jerome Powell a été très clair sur ce sujet récemment :

« Je continue à penser, et mes collègues du FOMC continuent à penser, que des taux d'intérêt négatifs ne sont probablement pas une politique appropriée ou utile pour nous ici aux États-Unis.

Il n'y a pas de conclusion claire qu'elle soutienne réellement l'activité économique sur le net, et elle introduit des distorsions dans le système financier, qui, je pense, compensent cela.

Beaucoup de gens pensent que des taux d'intérêt négatifs sont une bonne politique. Mais ce n'est pas vraiment ce que nous pensons à la Réserve fédérale. »

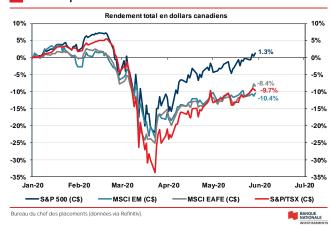
> - Jerome Powell, CBS 60 Minutes Interview, 17 mai 2020

En bref, il semble que la hausse des probabilités de taux d'intérêt négatifs que nous avons momentanément observée en mai était principalement le reflet de technicalités du marché 4. Il serait donc surprenant de voir les taux des obligations d'État - qui restent nettement surachetés (graphique 15) - s'aventurer bien plus bas. D'autre part, l'assouplissement quantitatif « illimité » des banques centrales limite le risque d'une forte hausse des taux obligataires. Par conséquent, les derniers mois de stabilité relative à ce niveau sont probablement une bonne indication de ce à quoi il faut s'attendre dans un avenir proche, la reprise des anticipations d'inflation n'exerçant probablement qu'une modeste pression à la hausse.

Marchés boursiers: rotation brutale... mais brève?

Autre mois de gains pour les actions, alors que l'avance en mai du S&P 500 4,3 % (en dollars canadiens) place officiellement l'indice boursier en territoire positif année à date du point de vue des investisseurs canadiens. Cela place donc les États-Unis loin devant leurs pairs sur la période (graphique 16).

L'Amérique d'abord...



Comme nous l'avons mentionné à de nombreuses reprises (y compris dans l'introduction de ce rapport), c'est la répartition sectorielle du marché américain qui fait toute la différence dans le contexte actuel. Par exemple, si nous regroupons les pondérations sectorielles en deux grandes familles - croissance & défensif vs valeur & cyclique - et que nous comparons le S&P 500 au S&P/TSX, on constate à quel point les deux indices sont fondamentalement différents, malgré leur proximité géographique. Le marché américain est nettement surpondéré en secteurs de style croissance & défensif (principaux bénéficiaires d'un environnement à faible taux) par rapport au Canada, dominé par les titres de style valeur & cyclique (les plus touchés par la faible croissance mondiale) (graphique 17, page suivante).

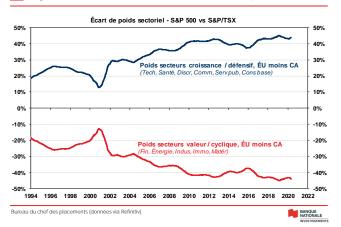
Cependant, une rotation particulièrement brutale en faveur des secteurs/facteurs qui accusent un retard important en 2020, tels que les financières hautement cycliques, s'est observée à la fin du mois de mai (graphique 18, page suivante). Est-ce le début d'une tendance soutenue en faveur de secteurs plus directement liés à la croissance mondiale, ou s'agit-il simplement d'un énième faux signal?

Pour le moment, nous sommes d'avis qu'il est encore trop tôt pour parler d'environnement favorable aux titres cycliques. Certes, plusieurs indicateurs économiques vont naturellement se redresser de leurs niveaux déprimés au courant de l'été et de l'automne, comme nous avons commencé à le voir en Chine, première économie à s'être « déconfinée » (graphique 19, page suivante).

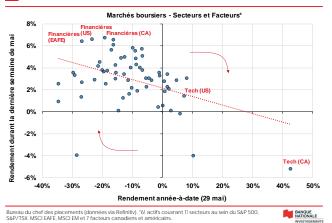
³ Fed's Williams: Economy May Be Bottoming As Fed Weighs Yield-Curve Control, Wall Street Journal, 27 mai 2020.

⁴ How bank hedging jolted investors into talk of negative rates. Financial Times, 14 mai 2020.

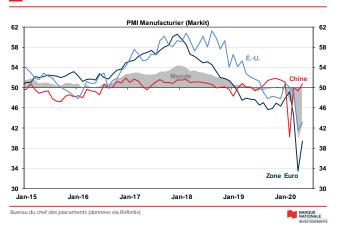
... grâce à une allocation sectorielle avantageuse



Rotation brutale... mais brève?

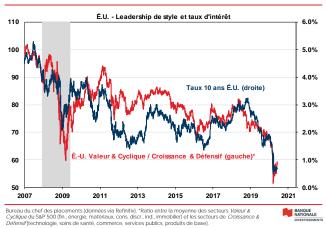


Les économies vont « naturellement » rebondir...



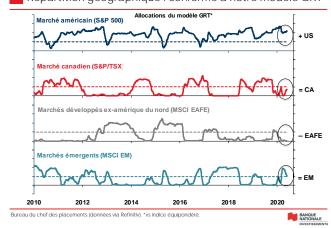
Cependant, au-delà de l'inévitable rebond, la reprise de l'activité économique mondiale ne sera probablement que progressive et restera très fragile tant qu'un vaccin ne sera pas disponible. De plus, l'un des principaux vecteurs de leadership cyclique est la direction des taux d'intérêt. Comme nous l'avons indiqué dans la section revenu fixe, les taux obligataires devraient rester relativement bas pendant plusieurs mois, ce qui limitera le potentiel de rotation durable vers les actifs procycliques (graphique 20).

20 ... mais la suite n'est pas claire pour les secteurs cycliques



Dans ce contexte, nous conservons notre répartition géographique surpondéré en actions américaines au détriment de la région EAFE. Nous demeurons neutres en marchés émergents et en actions canadiennes, de sorte que notre positionnement d'ensemble se retrouve essentiellement aligné avec les recommandations de notre modèle GRT (graphique 21).

Répartition géographique : conforme à notre modèle GRT



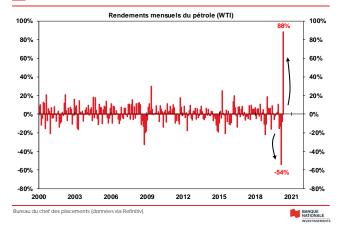
Matières premières : vers une normalisation

Le prix du pétrole brut s'est fortement accru en mai (graphique 22, page suivante), tandis que la volatilité implicite de cette matière première s'est rapprochée de ses niveaux d'avant la crise (graphique 23, page suivante). Cette évolution positive fait suite à la chute historique du WTI en territoire négatif du mois d'avril, mais cela signifie-t-il que tout est déjà revenu à la normale?

Considérant (1) la rationalisation en cours parmi les producteurs américains (graphique 24, page suivante), (2) les réductions supplémentaires récemment annoncées par l'Arabie Saoudite, qui doivent entrer en vigueur le 1^{er} juin, ainsi que (3) l'amélioration timide de la demande, une grande partie du monde développé ayant commencé à assouplir les mesures de confinement le mois dernier, les fondamentaux de l'offre et de la demande de pétrole brut sont maintenant indéniablement plus clairs. Ces améliorations se reflètent également dans le dernier rapport de l'Agence internationale de l'énergie (AIE) daté du 14 mai, qui souligne « des réductions massives de

BANQUE NATIONALE

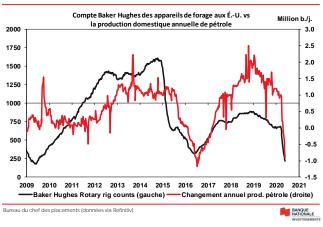
Le prix du pétrole brut s'est fortement accru en mai...



23 ... alors que la poussière commence à retomber



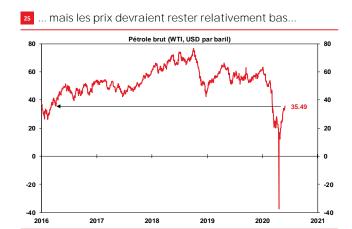
La production américaine se rationalise...

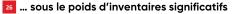


la production des pays qui ne font pas partie de l'accord OPEP+ et plus rapides que prévu ${\bf x}^5$.

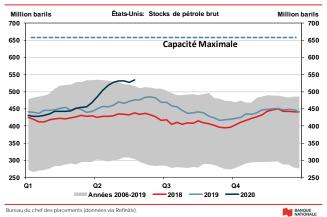
Néanmoins, le tableau reste loin d'être rose pour le pétrole. En effet, un baril de WTI ne s'est pas transigé à ces niveaux depuis le début de 2016 (graphique 25). Bien qu'il soit peu probable que nous revoyions les bas

d'avril, jusqu'à ce que la demande puisse plus que compenser l'offre et absorber les niveaux de stocks existants (graphique 26), les prix sont peu susceptibles de grimper davantage.





Bureau du chef des placements (données via Refiniti





8

 $^{^{}f 5}$ Rapport du mois de Mai 2020, International Energy Agency

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.