

La réalité des marchés

Faits saillants

- > Les marchés boursiers ont poursuivi leur remontée en ce début de deuxième semestre, encouragés par un regain de l'activité économique et des avancées positives dans la recherche médicale contre la COVID-19. Néanmoins, cela ne signifie pas que nous sommes sortis du bois, les demandes initiales de chômage aux États-Unis étant toujours plus élevées qu'au plus fort des 7 dernières récessions. Dans l'ensemble, ces développements sont en ligne avec notre scénario de base qui prévoit une reprise soutenue de la croissance économique, bien que plus modérée et cahoteuse au cours des mois à venir.
- > Se peut-il que les élections américaines – qui sont dans trois mois – fassent dérailler les marchés boursiers? Ce n'est pas ce que l'histoire suggère. Bien qu'en moyenne, la bourse américaine ait fait du surplace au cours des 3 mois précédant les 10 dernières élections présidentielles, ce sont plutôt des gains qui furent généralement observés sur les 12 mois subséquents. Évidemment, 2020 est tout sauf une année « moyenne », et l'approche de l'élection risque d'occasionner de la nervosité chez les investisseurs, sachant que les démocrates prévoient augmenter le taux d'imposition des entreprises. Néanmoins, cela ne devrait pas mettre un terme à la reprise économique en cours.
- > Un élément clé de notre confiance dans la reprise est l'environnement monétaire dans lequel nous nous trouvons. Au-delà des facteurs exogènes tels que la pandémie de la COVID-19, la principale menace aux cycles économiques est normalement une politique monétaire trop restrictive. Or, les derniers mois ont vu les taux réels plonger à leur plus bas niveau en plus de 7 décennies, les banques centrales privilégiant les taux d'intérêt réels négatifs, comme elles l'ont fait après les deux dernières guerres mondiales. Concrètement, il ne faut pas s'attendre à des hausses de taux de la Fed d'ici la fin de l'année 2022. Cela implique également que les marchés obligataires ne seront probablement pas aussi rentables qu'ils l'ont été ces dernières années, en particulier les titres gouvernementaux.
- > Le prix de l'or a atteint un niveau record en juillet, grâce à la baisse des taux réels et à l'affaiblissement du dollar américain. Maintenant que les prix approchent les 2 000 dollars l'once, sommes-nous toujours aussi optimistes qu'il y a trois mois? Nous ne serions pas surpris de voir l'or reprendre son souffle après une hausse fulgurante. Toutefois, la réalité est que l'environnement macroéconomique devrait rester très favorable à la matière première, avec une poursuite de la faiblesse du dollar américain à l'horizon.
- > Le S&P 500 est toujours en tête en 2020, grâce à ses cinq plus grandes valeurs - les FAAMG - sans lesquelles l'indice serait inférieur de près de 8%. Le train de la technologie s'arrêtera-t-il un jour? À cette altitude, il faut s'attendre à des turbulences. C'est d'autant plus vrai qu'elles sont dans la mire des politiciens américains en campagne électorale, et dans les portefeuilles d'un nombre grandissant de spéculateurs quotidiens. Cependant, tant que les conditions monétaires resteront accommodantes et que la COVID-19 restera une menace, ils continueront probablement de surperformer.
- > Dans ce contexte, nous maintenons notre légère surpondération en actions américaines. En revanche, nous avons augmenté notre allocation aux marchés émergents en échange d'une réduction de notre allocation en actions canadiennes. Cela aligne directement notre positionnement sur les recommandations de notre modèle GRT. Les marchés émergents devraient être les principaux bénéficiaires d'une éventuelle rotation causée par une avancée marquée dans la lutte contre le coronavirus, ainsi que par une période prolongée de faiblesse du dollar américain.

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

Revenu Fixe

- > Les taux obligataires gouvernementaux américains ont progressivement baissé au cours du mois de juillet, alors même que les anticipations d'inflation s'amélioraient, aidant les titres à long terme à surperformer leurs homologues à court terme.
- > Le taux nominal des notes américaines à 10 ans se situe maintenant près d'un plancher record, tandis que les taux réels sont passés sous la barre des 1 %.
- > Pendant ce temps, les écarts de crédit se sont davantage resserrés, le bilan relativement positif des données économiques publiées laissant présager une reprise en cours.

Marchés boursiers canadiens

- > Avec un peu plus d'un quart des sociétés du S&P/TSX ayant publié leurs résultats jusqu'à présent, cette saison des bénéfices voit près de 60 % des sociétés battre les estimations du consensus.
- > Toujours en baisse depuis le début de l'année, les actions canadiennes ont néanmoins comblé l'écart, grâce aux gains enregistrés ce mois-ci dans tous les secteurs, en particulier dans celui des matériaux et des technologies de l'information.

Marchés boursiers américains

- > Au sud de la frontière, le S&P 500 a clôturé le mois de juillet avec un cumul annuel positif, une première depuis le début de la pandémie.
- > Ceci, dans le contexte de la pire contraction économique de l'après-guerre enregistrée, puisque le PIB devrait avoir chuté de 33 % annualisé au cours du deuxième trimestre.
- > D'autre part, des mesures plus ponctuelles concernant la santé économique du pays, telles l'estimation de la croissance des bénéfices, ont continué de s'améliorer par rapport à leurs récents creux - à titre d'exemple, plus de 82 % des membres du S&P 500 qui ont déclaré leurs bénéfices jusqu'à présent ont dépassé le consensus.
- > Alors que le secteur de l'énergie a nettement chuté à la suite de la dernière publication du PIB, tous les autres secteurs sont restés positifs pour le mois, les gains étant largement répartis entre les valeurs cycliques et défensives.

Matières premières

- > Le prix de l'or a atteint un nouveau record le mois dernier, stimulé par une combinaison favorable de l'affaiblissement du USD et de la baisse des taux réels.
- > Ce métal lustré n'est pas le seul à avoir connu une hausse impressionnante, d'autres métaux comme le cuivre et l'argent ayant également augmenté en valeur en réponse à la demande croissante d'une économie mondiale qui se réveille lentement de son sommeil induit par la COVID-19.
- > Le prix du WTI, en revanche, est resté stable tout au long du mois, même si l'inventaire total de pétrole brut a baissé aux États-Unis.

Devises

- > Le dollar américain a connu une baisse généralisée le mois dernier, comme le témoignent les hausses comparatives du yen, de l'euro et de la livre sterling, faisant de juillet le pire mois pour le billet vert depuis septembre 2010.
- > En raison de la faiblesse attendue des écarts de taux d'intérêt entre les États-Unis et les pays partenaires, la demande pour cette monnaie refuge risque à se trouver affaiblie.
- > Le huard a également bénéficié de la faiblesse du dollar, clôturant juillet tout prêt d'un sommet en 5 mois.

Tableau 2 Rendement total des marchés

Classes d'actifs	Juillet	AAD	12 mois
Liquidités (T-bills 3 mois)	0.0%	0.8%	1.5%
Obligations (FTSE CA Univ.)	1.3%	8.9%	9.1%
FTSE CA Court terme	0.5%	4.5%	5.0%
FTSE CA Moyen terme	1.0%	9.4%	9.1%
FTSE CA Long terme	2.4%	14.0%	14.1%
FTSE CA Gouvernement	1.1%	9.5%	9.4%
Fédéral	0.5%	8.1%	7.9%
Provinces	1.5%	10.7%	10.7%
Munis	1.7%	10.0%	10.3%
FTSE CA sociétés	1.9%	7.4%	8.1%
AA+	0.9%	5.4%	6.0%
BBB	2.1%	7.3%	8.2%
BoAML Inv. Grade (USD)	3.2%	8.1%	12.0%
BoAML High-Yield (USD)	4.8%	-0.2%	3.1%
Actions privilégiées	6.4%	-5.5%	-2.6%
Actions Can. (S&P/TSX)	4.5%	-3.3%	1.9%
Énergie	1.1%	-29.6%	-20.7%
Industriels	5.7%	1.6%	3.5%
Financières	0.8%	-15.5%	-11.3%
Matériaux	13.1%	30.5%	38.1%
Serv. Publics	6.1%	4.3%	15.1%
Cons. Disc	4.2%	-7.1%	-9.9%
Cons. Base	6.3%	7.6%	7.8%
Santé	1.2%	-30.1%	-46.9%
Technologie	6.1%	71.9%	90.7%
Sce de Comm.	1.3%	-7.8%	-4.0%
REITs	3.2%	-17.5%	-14.4%
S&P/TSX petites cap.	7.4%	-8.0%	-6.4%
Actions US (S&P500 \$ US)	5.6%	2.4%	12.0%
Énergie	-5.1%	-38.7%	-38.3%
Industriels	4.3%	-10.9%	-5.7%
Financières	3.8%	-20.7%	-12.8%
Matériaux	7.1%	-0.3%	6.3%
Serv. publics	7.8%	-4.2%	5.8%
Cons. disc	9.0%	16.9%	21.6%
Cons. base	7.0%	0.9%	8.1%
Santé	5.4%	4.5%	18.8%
Technologie	5.6%	21.4%	38.9%
Sce de Comm.	6.8%	6.5%	14.8%
REITs	4.0%	-4.9%	0.2%
Russell 2000 (\$ US)	2.7%	-11.3%	-6.0%
Actions mond. (MSCI ACWI)	5.3%	-1.0%	7.8%
MSCI EAFE (\$ US)	2.4%	-9.0%	-1.2%
MSCI EM (\$ US)	9.0%	-1.5%	6.9%
Mat. premières (CRB index)	4.9%	-5.9%	-6.3%
Pétrole WTI (\$US/baril)	1.3%	-34.9%	-32.1%
Or (\$US/once)	10.7%	29.9%	38.3%
Cuivre (\$US/tonne)	7.0%	4.4%	8.8%
Devises (DXY - Indice \$US)	-4.1%	-3.2%	-5.2%
USD par EUR	5.3%	5.3%	6.2%
CAD par USD	-1.2%	3.3%	1.7%

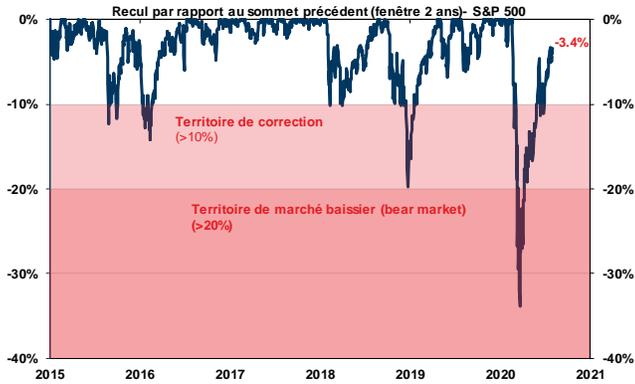
Bureau du chef des placements (données via Refinitiv)

7/31/2020

La réalité des marchés

Les marchés boursiers ont poursuivi leur remontée en ce début de deuxième semestre, portant l'indice S&P 500 à seulement 3.4 % de son sommet du 19 février dernier (graphique 1).

1 La bourse américaine se rapproche d'un nouveau sommet...

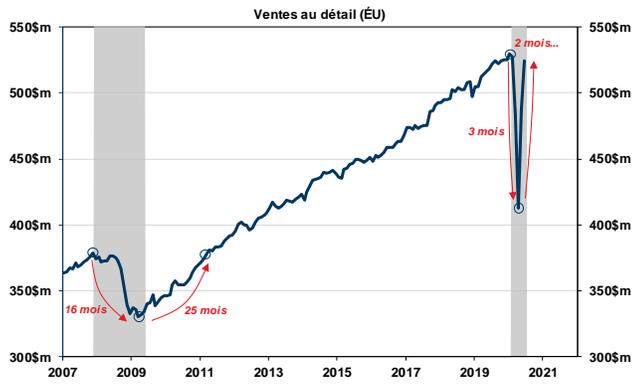


Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).



Cette bonne tenue reflète le rebond marqué de plusieurs données économiques observées ces derniers mois, notamment des ventes au détail qui sont également que 3.4 % sous leur sommet pré-COVID d'il y a 5 mois. Cette donnée illustre avec éclat à quel point ce que nous vivons diffère de la dernière récession (merci au stimulus fiscal), qui a vu les ventes au détail s'effondrer puis se redresser en 41 mois (graphique 2).

2 ... tout comme les ventes au détail



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

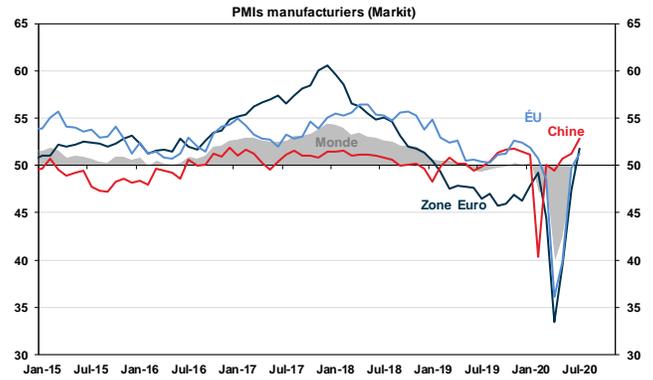


Une reprise de l'activité économique a également été observée au niveau mondial, les indices de production manufacturière en Chine, dans la zone euro et aux États-Unis étant tous revenus en territoire d'expansion (PMI > 50, graphique 3).

Bref, nous avons eu droit à plusieurs bonnes nouvelles dans les derniers mois – notamment du côté économique, mais également sur le plan de la recherche médicale – et c'est ce qui explique la remontée boursière. Toutefois, cela ne veut pas dire que nous sommes sortis du bois. À titre d'exemple, les demandes initiales de prestations de chômage aux États-Unis demeurent plus élevées qu'au plus fort des 7 dernières récessions et ont plafonné ces dernières semaines (graphique 4).

Dans l'ensemble, ces développements sont en ligne avec notre scénario de base qui prévoit une reprise soutenue de la croissance économique, bien que plus modérée et cahoteuse au cours des mois à

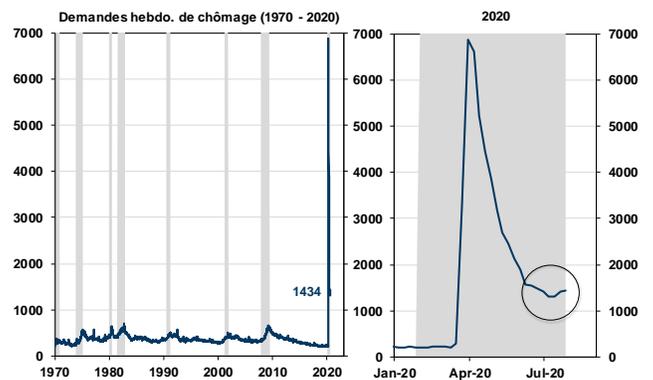
3 La croissance mondiale reprend de la vigueur...



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).



4 ... mais des embûches sont à prévoir...

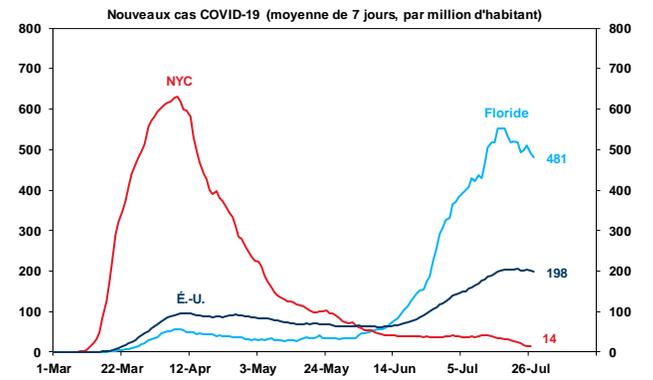


Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).



venir. L'un des facteurs clés derrière ce dernier point est que des foyers de COVID-19 devraient continuer d'apparaître dans différentes régions et à différents moments, tel qu'observé en Floride en juillet, par exemple (graphique 5).

5 ... en raison de la persistance de la COVID-19...



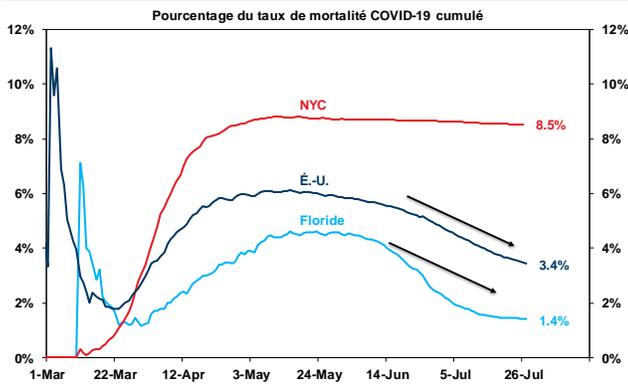
Bureau du chef des placements (données via Johns Hopkins University, NYC).



Néanmoins, cela risque de peser sur le rythme, mais pas la pérennité de la reprise. En effet, une répétition de la catastrophe totale du début d'année serait hautement surprenante, notamment dû à une meilleure

gestion du virus (plus de tests, plus de protections de la population à risque, progrès en recherche médicale) qui se reflète dans la tendance à la baisse du taux de mortalité au sud de la frontière (graphique 6).

6 ... avec laquelle on apprend à vivre



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).



Se peut-il que les élections américaines – qui sont dans trois mois – fassent dérailler les marchés boursiers? Ce n'est pas ce que l'histoire suggère. Bien qu'en moyenne, la bourse américaine ait fait du surplace au cours des 3 mois précédant les 10 dernières élections présidentielles (+0.5 %), ce sont plutôt des gains qui furent généralement observés sur les 12 mois subséquents (+14.1 % en moyenne et positifs 9 fois sur 10) (graphique 7).

7 Faut-il craindre les élections présidentielles ?...

Rendement total du S&P 500 à l'approche d'élections présidentielles

Année électorale	3 mois avant	3 mois après	6 mois après	12 mois après
2016	-1.3%	7.8%	13.3%	23.7%
2012	3.0%	6.5%	14.5%	26.8%
2008	-19.0%	-16.6%	-8.4%	6.9%
2004	2.6%	6.0%	3.7%	9.4%
2000	-2.9%	-6.1%	-11.2%	-21.0%
1996	8.8%	9.5%	17.4%	34.5%
1992	-0.4%	7.2%	6.8%	13.4%
1988	2.9%	9.5%	13.2%	27.2%
1984	5.8%	7.5%	7.3%	16.7%
1980	5.5%	1.4%	5.7%	3.3%
Moyenne	0.5%	3.3%	6.2%	14.1%
Positif / Total	6/10	8/10	8/10	9/10

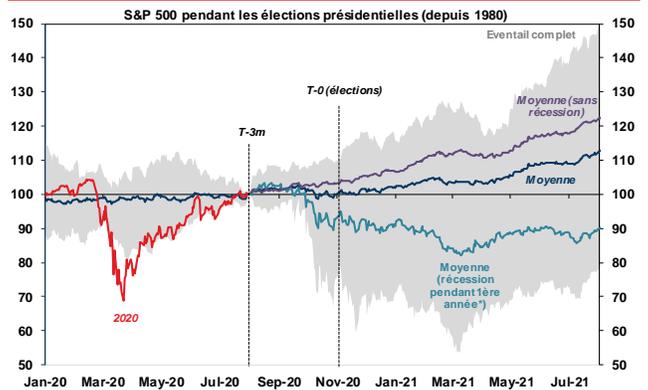
Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).



Évidemment, 2020 est tout sauf une année « moyenne », alors il serait trop simpliste d'arrêter l'analyse ici. Justement, un regard plus approfondi sur l'histoire démontre que ce qui explique la divergence entre le comportement des marchés autour d'élections présidentielles n'est pas l'affiliation politique du nouveau président, du sénat ou de la chambre des représentants. Au contraire, et comme le veut l'adage popularisé par la campagne présidentielle de Bill Clinton en 1992: « It's the economy, stupid! » (*C'est l'économie, idiot!*) (graphique 8).

Ainsi, le résultat électoral de novembre prochain – qui pour le moment semble se diriger vers une victoire écrasante des démocrates (graphique 9) – pourrait-il causer de sérieux dommages économiques? L'approche de l'élection risque d'occasionner de la nervosité chez les investisseurs sachant que les démocrates prévoient augmenter le taux d'imposition des entreprises de 21 % à 28 % (il était à 35 % avant la réforme fiscale Trump de 2017) – chose qu'ils pourront certainement

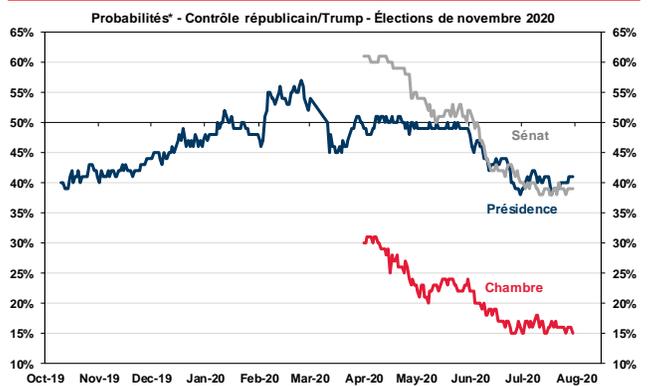
8 ... Il faut surtout craindre les récessions



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv). *1980, 2000, 2008.



9 Longueur d'avance pour les Démocrates



Bureau du chef des placements (données via PredictIt).



accomplir s'ils remportent la présidence et des majorités à la Chambre et au Sénat.

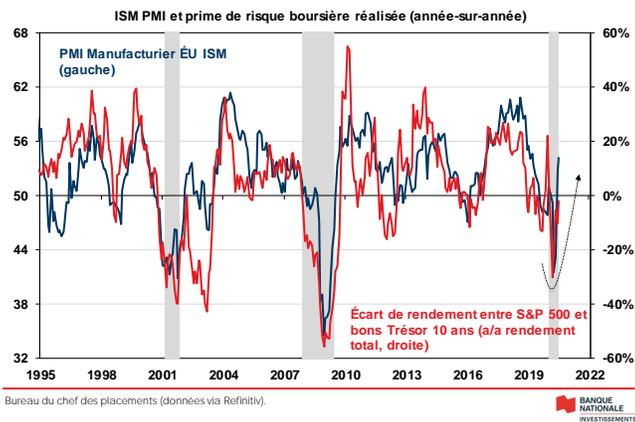
A priori, ce scénario n'est certainement pas le plus optimiste pour la bourse. La baisse du taux d'imposition en 2017 a engendré une hausse des bénéfices du S&P 500 d'environ 12 % en 2018. Ainsi, une simple règle de base suggère que de reprendre la moitié de cette coupe réduirait les bénéfices de 2022 d'environ 6 %.

D'autre part, n'oublions pas que ce que les marchés détestent par-dessus tout, c'est l'incertitude. Une administration Biden serait certainement plus exigeante envers les entreprises et les mieux nantis, mais elle serait également plus prévisible, notamment du côté de sa politique étrangère. Par ailleurs, le stimulus fiscal total pourrait même être plus important que sous une administration Trump, dans la mesure où le programme des démocrates impliquerait également une forte augmentation des dépenses. En bref, rien de tout cela ne laisse présager de graves dommages économiques à la suite des élections du 3 novembre.

Dans ce contexte, la reprise économique amorcée ces derniers mois devrait se poursuivre au cours de l'année à venir. Cela implique que les marchés boursiers devraient surperformer les obligations plus défensives sur la période (graphique 10, page suivante), bien que nous préconisons toujours une approche modérée vis-à-vis la prise de risque étant donné l'incertitude qui règne.

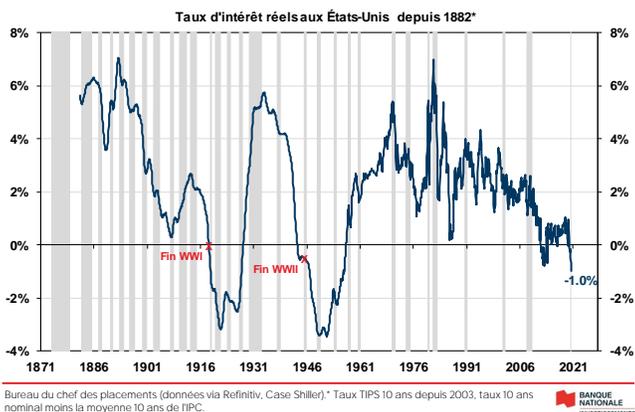
Un élément clé de notre confiance dans la reprise est l'environnement monétaire dans lequel nous nous trouvons. Au-delà des facteurs

10 Perspectives cycliques toujours favorables aux actions...



exogènes tels que la pandémie de la COVID-19, la principale menace aux cycles économiques est généralement une politique monétaire trop restrictive. Or, les derniers mois ont vu les taux réels (i.e. taux nominaux ajustés pour l'inflation) plonger à leur plus bas niveau en plus de 7 décennies, les banques centrales privilégiant les taux d'intérêt réels négatifs, comme elles l'ont fait après les deux dernières guerres mondiales (graphique 11).

11 ... avec des conditions monétaires évoquant l'après-guerre



Revenu fixe: Calme en surface

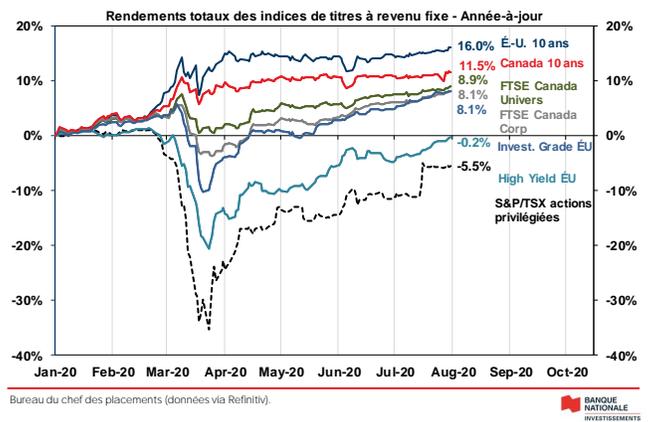
Les marchés obligataires ont continué d'évoluer relativement calmement en juillet, les titres gouvernementaux faisant du surplace et les produits de crédit augmentant progressivement (graphique 12).

Dans des circonstances normales, les surprises économiques positives de ces derniers mois auraient déclenché de fortes fluctuations des bons du Trésor. Pourtant, les taux des obligations américaines 10 ans ont à peine changé depuis la fin du mois de mars (graphique 13).

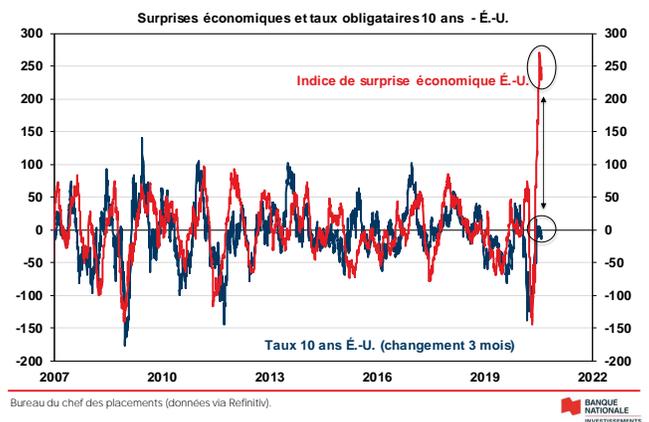
Cela signifie-t-il que le marché obligataire ne croit pas à la reprise économique ? Pas si vite. Cela reflète principalement l'efficacité des mesures prises par la Réserve fédérale jusqu'à présent. En effet, un coup d'œil sous le capot des taux 10 ans montre que les derniers mois furent caractérisés par une reprise des anticipations d'inflation et une baisse équivalente des anticipations de taux cible réel – précisément l'objectif de la banque centrale (graphique 14).

Manifestement, l'intention de la Fed de maintenir son taux de référence près de zéro aussi longtemps qu'il faudra pour que l'inflation revienne à

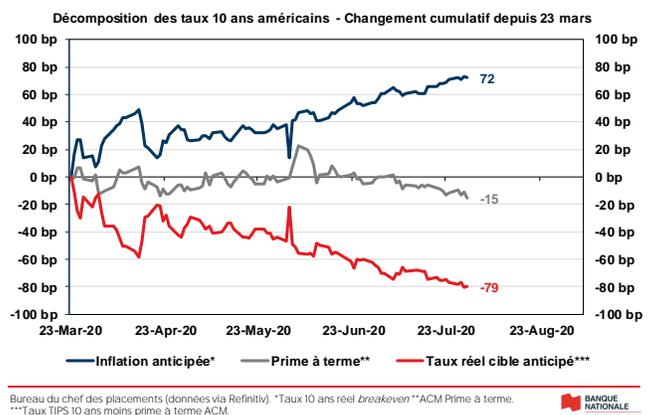
12 Un calme relatif pour les actifs à revenu fixe en juillet...



13 ... malgré l'ampleur des surprises économiques...



14 ... ce qui reflète les mesures prises par la Réserve fédérale...



l'objectif a été entendue. Concrètement, cela signifie qu'il ne faut pas s'attendre à des hausses de taux d'ici à la fin de 2022 (graphique 15, page suivante).

Ce contexte implique également que les marchés obligataires ne seront probablement pas aussi rentables qu'ils l'ont été ces dernières années, en particulier les titres gouvernementaux (graphique 16, page suivante). C'est l'une des principales conclusions de notre rapport

15 ... qui ne risque pas de monter les taux de si tôt



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



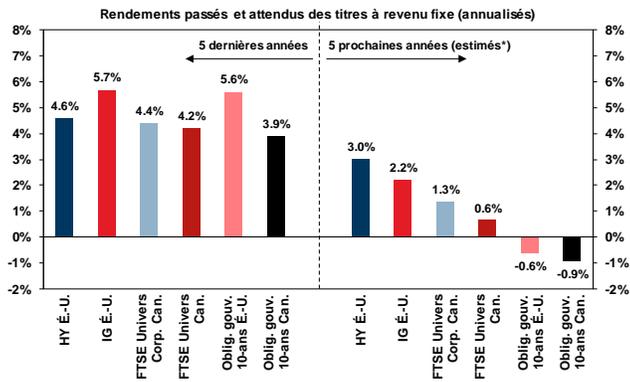
17 Le prix de l'or a atteint un niveau record en juillet...



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).



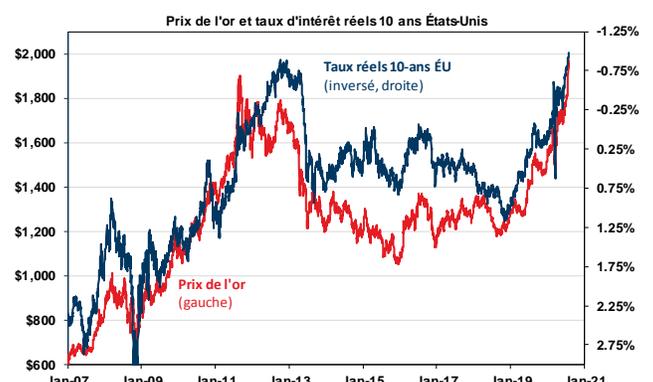
16 Le passé n'est pas garant du futur pour les obligations



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv). *Chiffres en date du 30 juin 2020. Rendements anticipés pour illustration seulement, sujet à changer, non garant du futur.



18 ... alors que les taux réels continuent de plonger...



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).



annuel *Prévisions de marché à long terme*¹, que nous avons publié le mois dernier et que nous vous invitons à consulter.

Matières premières : Environnement d'or

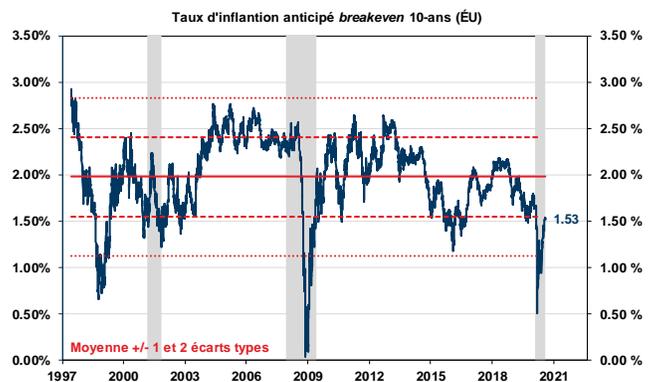
Le prix de l'or a atteint un niveau record en juillet, en hausse de 30 % depuis le début de l'année et de 34 % par rapport à son niveau le plus bas du 19 mars, soit 1 475 \$ (graphique 17).

Rappelons qu'en mars, plusieurs s'interrogeaient sur la mauvaise performance de l'or au plus fort de la crise. À l'époque, nous avions fait valoir qu'il était tout à fait naturel de voir la matière première reculer dans un contexte où les attentes en matière d'inflation s'effondrent (c'est-à-dire que les taux d'intérêt réels augmentent) et où le dollar américain s'envole, comme on peut s'y attendre lors d'un choc économique majeur. Toutefois, la forte probabilité d'un renversement de ces deux forces cycliques clés, en raison des interventions massives des banques centrales, nous a amenés à conclure que le prix de l'or était appelé à augmenter. C'est ce qui s'est produit lors du rebond de l'après-crise financière, et c'est effectivement ce qui a fini par se produire ces derniers mois (graphique 18).

Maintenant que les prix avoisinent les 2 000 dollars l'once, sommes-nous toujours optimistes à leurs sujets ? À court terme, nous ne serions pas surpris de voir l'or reprendre son souffle après une hausse aussi brutale. Toutefois, la réalité est que l'environnement macroéconomique

devrait rester très favorable à l'or. Sa principale menace - une hausse des taux réels - est peu probable à ce stade, alors que nous sommes plus susceptibles de voir une hausse progressive des anticipations d'inflation, toujours d'un écart-type inférieur à leur moyenne à long terme (graphique 19). De plus, les étoiles semblent de plus en plus être alignées vers une période de faiblesse du dollar américain.

19 ... à mesure que les anticipations d'inflation se rétablissent



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

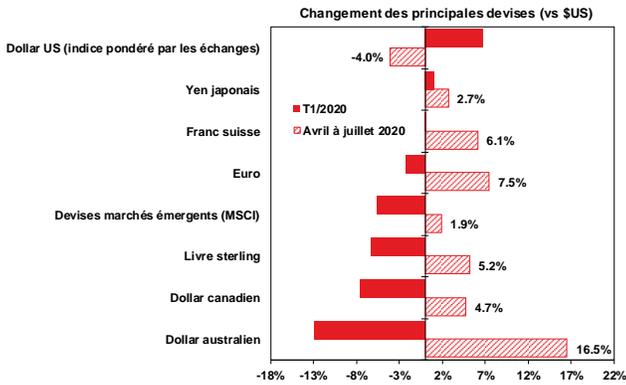


¹ <https://www.bninvestissements.ca/content/dam/bni/publication/prevision-marche-long-terme.pdf>

Devises : Vents contraires pour le dollar

Le dollar américain est resté sur une tendance à la baisse en juillet, toutes les principales devises affichant des gains par rapport au billet vert au cours des 4 derniers mois – un contraste flagrant avec le premier trimestre de l'année (graphique 20).

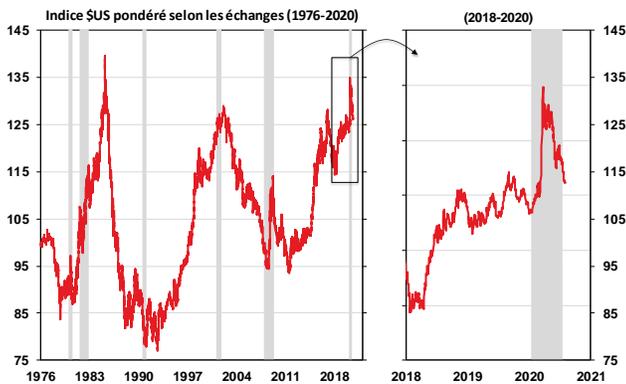
20 Changement de cap pour le dollar américain...



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

La principale réserve monétaire du monde reste néanmoins forte sur une base historique, comme le révèle un regard sur son indice pondéré en fonction des échanges commerciaux depuis 1976 (graphique 21). Mais les vents contraires se lèvent.

21 ... et le voyage à la baisse pourrait être long...



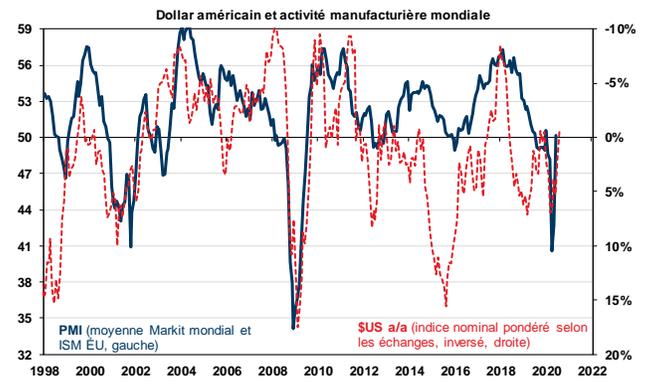
Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

D'une part, les propriétés contracycliques du dollar américain devraient jouer contre lui au cours de l'année prochaine, si l'activité économique continue de progresser conformément à nos prévisions (graphique 22).

D'autre part, les différentiels de taux d'intérêt positifs, un facteur qui rendait la devise américaine plus attrayante sur une base relative depuis 2015, ont largement disparu depuis que la Réserve fédérale a porté son taux cible au plancher (graphique 23).

Enfin, l'ampleur du déficit budgétaire pourrait également finir par peser sur la monnaie à plus long terme (graphique 24). Pour l'instant, cet effet est atténué, étant donné que pratiquement tous les pays sont en mode déficitaire. Cependant, rien n'indique que le gouvernement américain sera le plus abstinent à cet égard dans les années à venir. Après tout, le déficit fédéral américain se dirigeait déjà vers 5 % du PIB lorsque nous étions près du plein emploi avant la crise.

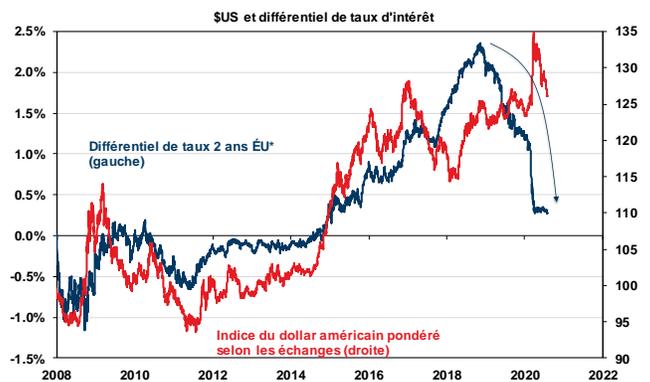
22 ... à la lumière de la reprise de la croissance mondiale...



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).



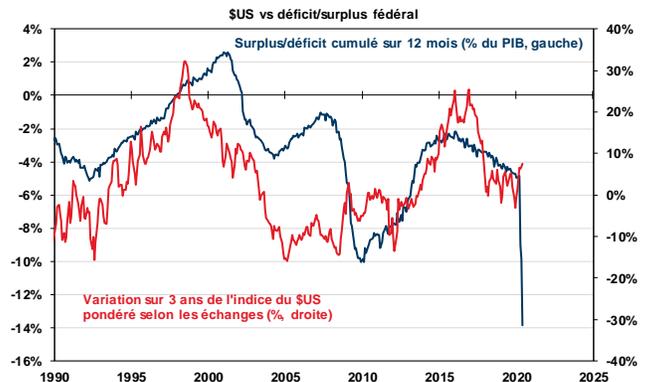
23 ... du retrait des différentiels de taux d'intérêt positifs...



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv). *EU moins la moyenne du UK, Canada, Japon et de l'Allemagne.



24 ... et de déficits budgétaires astronomiques



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

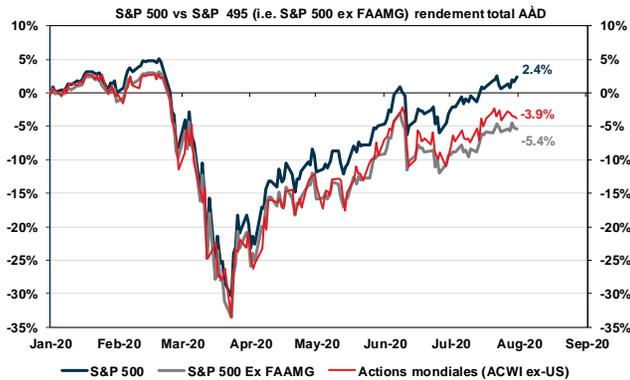


Comment se fait-il que le dollar ne se déprécie pas plus rapidement si tout pointe dans cette direction ? À notre avis, cela reflète la fragilité de la reprise économique actuelle, qui reste tributaire de notre capacité à trouver une solution permanente à la pandémie de la COVID-19. Par conséquent, son déclin devrait rester contenu tant que les investisseurs auront un appétit pour les valeurs refuges. Toutefois, une résolution positive de la crise sanitaire actuelle pourrait déclencher une rotation rapide en dehors des actifs libellés en dollars américains. Cela aurait des conséquences pour le leadership boursier.

Marchés boursiers : Le train techno s'arrêtera-t-il un jour?

Les actions américaines sont toujours en tête en 2020, ayant officiellement clôturé le mois de juillet en territoire positif AAD (+2,4% rendement total en USD) ; un exploit qui n'a pas encore été réalisé par les marchés émergents (-1,5%), le Canada (-3,3% en CAD), et la région EAEO (-9,0%). Toutefois, cette domination est essentiellement le produit des cinq plus grandes valeurs du S&P 500 – les FAAMG – les auxquelles l'indice serait inférieur de près de 8% (graphique 25).

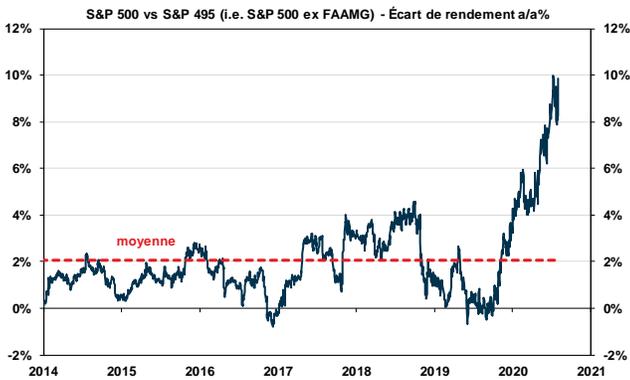
25 Les États-Unis sont toujours #1... grâce aux FAAMG...



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv). FAAMG = Facebook, Amazon, Apple, Microsoft, Google – top 5 des titres (par poids) du S&P 500. BANQUE NATIONALE INVESTISSEMENTS

La pérennité du rallye des géants technologiques est un sujet de débat continu parmi les investisseurs depuis plusieurs années maintenant. Comme nous l'avons mentionné à plusieurs reprises, la forte coloration technologique des actions américaines est l'une des raisons fondamentales derrière notre préférence pour ce marché, que nous maintenons presque sans interruption depuis deux ans maintenant². Néanmoins, nous devons reconnaître que l'impact de ces cinq titres sur l'indice global (en moyenne +2% par an depuis 2014) a atteint un niveau qui exige une reconsidération (graphique 26).

26 ... qui tirent le S&P 500 vers le haut plus que jamais



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv). FAAMG = Facebook, Apple, Amazon, Microsoft, Google. BANQUE NATIONALE INVESTISSEMENTS

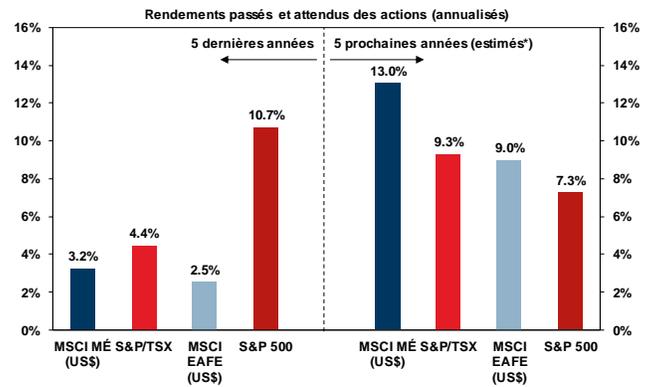
Alors, le train technologique s'arrêtera-t-il un jour ? Nous n'avons évidemment pas de boule de cristal, mais la logique suggère que le train continuera à avancer tant que les principales forces qui le supportent resteront en place.

² La seule exception est la période de 3 mois entre février et mai 2019, où nous étions neutres.

L'une d'entre elles est un environnement monétaire accommodant. Comme les entreprises à forte croissance tirent une grande partie de leur valeur des bénéfices futurs (c'est-à-dire qu'elles ont une durée plus longue), elles sont plus sensibles aux variations des taux d'escompte. Ainsi, une hausse des taux cibles par des banques centrales luttant contre l'inflation est une menace importante pour ces entreprises. Pour preuve, rappelez-vous la chute du secteur technologique au quatrième trimestre de 2018, lorsque la Fed venait de terminer sa quatrième hausse de taux de l'année et prévoyait de les faire entrer en territoire restrictif en 2019. Aujourd'hui, le mot d'ordre de la Fed est « nous ne pensons même pas à penser à augmenter les taux », comme l'a dit Jerome Powell lors de ses deux dernières conférences de presse. Cela devrait continuer à jouer en faveur des géants technologiques.

Une autre force motrice est l'avantage substantiel que leur modèle d'affaires leur procure dans un monde de distanciation sociale, tel que mis en évidence par leurs derniers rapports sur les bénéfices. Tant que la reprise économique sera menacée par la persistance de la COVID-19, l'appétit pour ces entreprises plus défensives devrait persister. D'autre part, une solution définitive au virus (c'est-à-dire un vaccin efficace prêt à être distribué) pourrait déclencher une rotation importante hors de ces sociétés américaines. Dans ce scénario, les investisseurs se tourneront probablement vers les régions à la traîne, dont les valorisations et les fondamentaux économiques suggèrent des rendements attendus plus élevés (graphique 27).

27 Y aura-t-il une rotation hors des États-Unis un jour ?



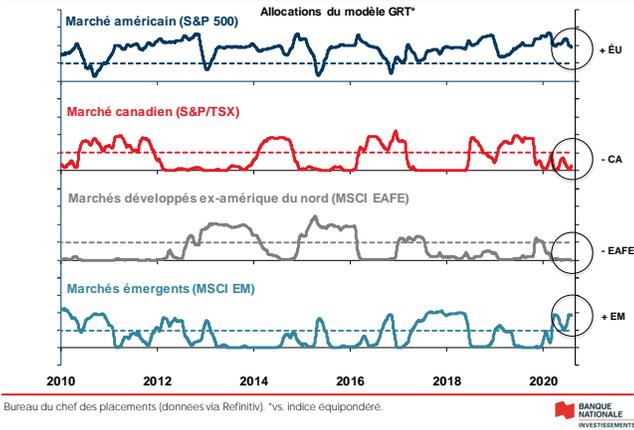
Bureau du chef des placements (données via Refinitiv). *Chiffres en date du 30 juin 2020. Rendements anticipés pour illustration seulement, sujet à changer, non garanti du futur. BANQUE NATIONALE INVESTISSEMENTS

Alors, que pouvons-nous conclure ? À l'altitude à laquelle les entreprises technologiques volent, il faut s'attendre à des turbulences. C'est d'autant plus vrai sachant que celles-ci sont dans la mire des politiciens américains en campagne électorale, et dans les portefeuilles d'un nombre grandissant de spéculateurs quotidiens. Cependant, tant que les conditions monétaires resteront accommodantes et que la COVID-19 restera une menace, ils continueront probablement à surperformer.

Dans ce contexte, nous maintenons notre légère surpondération en actions américaines. En revanche, nous avons augmenté notre pondération dans les marchés émergents en contrepartie d'une réduction de notre allocation en actions canadiennes. Cela aligne directement notre positionnement sur les recommandations de notre modèle GRT (graphique 28, page suivante).

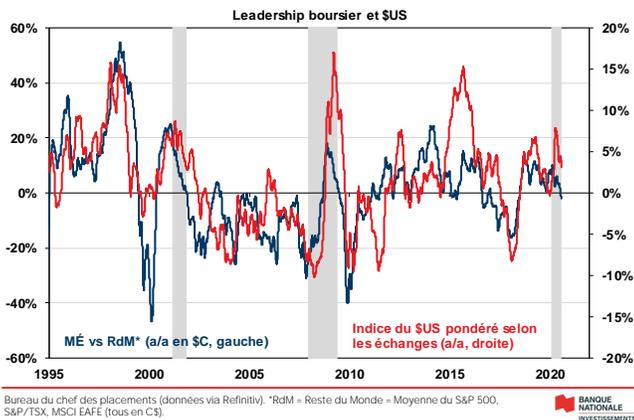
Au-delà du modèle, nous anticipons que les marchés émergents – qui affichent l'espérance de rendement à long terme la plus élevée selon nos estimations – soient les grands bénéficiaires d'une éventuelle rotation causée par un avancement marqué dans le combat contre la COVID-19. Comme nous l'avons détaillé dans la section sur les devises,

28 Alignement de notre positionnement avec notre modèle



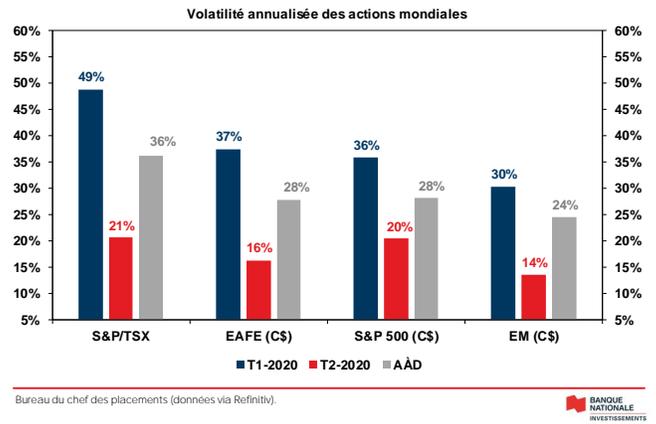
cela risquerait d'accélérer la dépréciation du dollar américain, ce qui bénéficierait particulièrement aux marchés émergents (graphique 29). De plus, cette région est plus exposée au facteur croissance que le marché canadien, ce qui lui fournit un avantage comparatif dans l'environnement monétaire actuel.

29 Marchés émergents: grands bénéficiaires d'un faible \$US...



Enfin, certains pourraient penser que surpondérer les marchés émergents est une décision risquée à ce stade. Il est vrai qu'une montée des tensions entre la Chine et les États-Unis à l'approche des élections présidentielles est un risque clé pour les MÉ. Toutefois, la réalité est qu'en vendant des actions canadiennes en faveur des marchés émergents, nous déplaçons les actifs du marché le plus volatil vers le moins volatil depuis le début de l'année (en CAD, graphique 30).

30 ... et la région la moins volatile jusqu'à présent en 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.