

# Stratégie de répartition de l'actif

Bureau du chef des placements | Juillet 2022

## Les choses se compliquent

### Faits saillants

- Après une première moitié d'année mouvementée, les rendements entre classes d'actifs demeurent teintés de rouge alors qu'une inflation nettement supérieure aux attentes, suivie d'une réponse musclée de la Fed, a porté la bourse américaine en territoire de marché baissier.
- Jusqu'à récemment, notre scénario économique de base prévoyait un ralentissement de la croissance (bien que toujours forte) et une inflation plus faible (bien qu'encore élevée) ; un contexte qui aurait permis à la Fed de relever rapidement son taux directeur vers un niveau neutre, sans toutefois passer en territoire restrictif. Maintenant, bien que ce scénario demeure toujours probable pour le second semestre, la précarité accrue de l'environnement économique actuel implique davantage d'incertitude dans nos perspectives avec des risques baissiers plus importants, et les prochains mois promettent de rester très volatils en conséquence.
- Toutes les mauvaises nouvelles ont-elles déjà été pleinement escomptées dans les cours actuels du marché ? La barre a certainement été abaissée pour les actions. Toutefois, l'histoire des marchés baissiers démontre qu'une reprise boursière soutenue passe généralement par un pivot de la Réserve fédérale. L'enjeu : à moins d'une détérioration précipitée de l'environnement économique, le contexte inflationniste actuel implique que ce changement de cap sur le front monétaire pourrait se faire attendre encore un certain temps. D'ici là, les perspectives des obligations compétitionnent de plus en plus avec celles des actions avec des taux souvent près de sommets en dix ans.
- Dans les circonstances, nous avons ajusté à la baisse la prise de risque de notre allocation tactique d'actifs en réduisant les actions en échange d'obligations et réinitialisant une légère position en liquidités. Nous avons également revu notre répartition géographique afin de la rapprocher des recommandations de notre modèle de momentum relatif.

Table 1 Vues - Répartition de l'actif

	-	←	=	→	+	Δ
<b>Classes d'actifs</b>						
Liquidités						↑
Revenu Fixe						↑
Actions						↓
Alternatifs						
<b>Revenu Fixe</b>						
Gouvernement						
Catégorie Investissement						
Rendement Élevé						
Durée						
<b>Actions</b>						
Canada						
États-Unis						↓
EAO						↑
Marchés Émergents						↑
Valeur (vs. Croissance)						
Petites Cap. (vs. Grandes)						
Cycliques (vs. Défensifs)						
<b>Alternatifs et Devises</b>						
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). 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 voir comment elles se traduisent dans un portefeuille modèle équilibré.

Bureau du chef des placements

## Revue des marchés

### Revenu fixe

- Suivant une certaine accalmie en mai, le mois de juin s'est soldé par des pertes importantes pour les titres à revenu fixe, alors que la Réserve fédérale et la Banque du Canada ont encore une fois durci le ton face à l'inflation. Il s'agit d'un sixième mois consécutif de pertes pour l'univers obligataire canadien, en baisse de 11,9 % depuis le début de l'année.
- Aux États-Unis, face à des craintes de récession grandissantes, les titres corporatifs *High Yield* ont reculé davantage que les obligations *Investment Grade*, qui sont plus sécuritaires.

### Marchés boursiers

- Le mois de juin aura été très difficile pour les marchés boursiers mondiaux, le sentiment des investisseurs étant miné par la persistance de l'inflation, le resserrement monétaire de la Fed et les craintes de récession. Le secteur de l'énergie, qui avait extrêmement bien performé au cours des cinq premiers mois de l'année, a lui aussi essuyé de lourdes pertes en juin face au recul des prix du pétrole.
- Les marchés émergents ont légèrement surperformé le reste du monde sur une base mensuelle, la Chine ayant annoncé de nouvelles mesures de relance en plus d'avoir levé une bonne partie de ses mesures de confinement.

### Devises et matières premières

- Le prix de la plupart des matières premières a reculé en juin, incluant celui du pétrole, de l'or, du cuivre et de plusieurs produits agricoles.
- Face à la détérioration importante du sentiment des investisseurs au cours du mois, le dollar américain a repris son ascension amorcée en début d'année. Le billet vert s'est apprécié de 2,9 % en juin et est maintenant 9,1 % plus fort qu'en début d'année.

Table 2 Rendement total des marchés

Classes d'actifs	Juin	T2	AAD
Liquidités (S&P Canada T-bill)	0.1%	0.3%	0.2%
<b>Obligations (BofA CA Universe)</b>	<b>-2.1%</b>	<b>-5.5%</b>	<b>-11.9%</b>
BofA CA Court terme	-0.8%	-1.4%	-4.2%
BofA CA Moyen terme	-1.9%	-4.7%	-11.1%
BofA CA Long terme	-4.2%	-11.7%	-21.9%
BofA CA Gouvernement	-1.9%	-4.6%	-9.9%
BofA CA Sociétés	-1.5%	-4.7%	-10.9%
BofA ÉU Investment Grade (\$ US)	-2.4%	-6.7%	-13.9%
BofA ÉU High Yield (\$ US)	-6.8%	-10.0%	-14.0%
Actions privilégiées can.	-5.3%	-7.5%	-9.9%
<b>Actions can. (S&amp;P/TSX)</b>	<b>-8.7%</b>	<b>-13.2%</b>	<b>-9.9%</b>
Énergie	-11.9%	-1.9%	26.2%
Industrie	-1.1%	-12.7%	-9.3%
Finance	-8.8%	-13.1%	-11.2%
Matériaux	-14.8%	-23.6%	-8.3%
Services publics	-2.9%	-3.5%	1.3%
Consommation discrétionnaire	-6.1%	-10.2%	-17.1%
Consommation de base	-5.7%	-6.2%	-1.1%
Santé	-18.0%	-49.6%	-53.9%
Technologies de l'information	-9.1%	-30.7%	-55.3%
Services de communication	-5.7%	-8.8%	-0.7%
Immobilier	-9.9%	-17.8%	-21.7%
S&P/TSX petites cap.	-13.4%	-20.8%	-14.2%
<b>Actions ÉU (S&amp;P 500 \$ US)</b>	<b>-8.3%</b>	<b>-16.1%</b>	<b>-20.0%</b>
Énergie	-16.8%	-5.2%	31.8%
Industrie	-7.4%	-14.8%	-16.8%
Finance	-10.9%	-17.5%	-18.7%
Matériaux	-13.8%	-15.9%	-17.9%
Services publics	-5.0%	-5.1%	-0.6%
Consommation discrétionnaire	-10.8%	-26.2%	-32.8%
Consommation de base	-2.5%	-4.6%	-5.6%
Santé	-2.7%	-5.9%	-8.3%
Technologies de l'information	-9.3%	-20.2%	-26.9%
Services de communication	-7.7%	-20.7%	-30.2%
Immobilier	-6.9%	-14.7%	-20.0%
Russell 2000 (\$ US)	-8.2%	-17.2%	-23.4%
<b>Actions mond. (MSCI ACWI \$ US)</b>	<b>-8.4%</b>	<b>-15.5%</b>	<b>-20.0%</b>
MSCI EAEO (\$ US)	-9.3%	-14.3%	-19.3%
MSCI EM (\$ US)	-6.6%	-11.3%	-17.5%
<b>Mat. premières (Indice CRB)</b>	<b>-7.9%</b>	<b>-1.1%</b>	<b>25.7%</b>
Pétrole WTI (\$ US/baril)	-6.1%	7.4%	43.1%
Or (\$ US/once)	-2.1%	-6.9%	-0.9%
Cuivre (\$ US/tonne)	-12.6%	-20.4%	-15.3%
<b>Devises (DXY - Indice USD)</b>	<b>2.9%</b>	<b>6.5%</b>	<b>9.1%</b>
USD par EUR	-2.4%	-6.0%	-8.1%
CAD par USD	1.8%	3.0%	1.9%

Données via Refinitiv

2022-06-30

## Les choses se compliquent

Après une première moitié d'année mouvementée, le portrait des marchés demeure teinté de rouge, à quelques exceptions près (graphique 1).

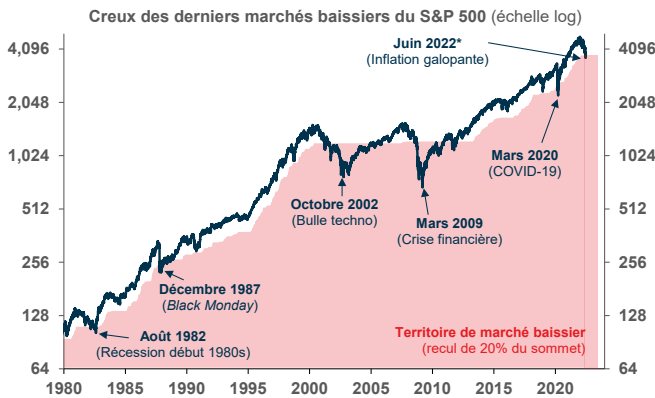
### 1 | Une première moitié d'année teintée de rouge...

Rendement total en 2022 (AAD, en date du 30 juin 2022)							
Multi-actifs	Revenu fixe*	Secteurs S&P/TSX	Secteurs S&P500	Régions boursières (\$C)	Facteurs EU	Facteurs CA	
Commodités	Liquidités	Énergie	Énergie	LatAm (ME)	Dividende élevé	Dividende élevé	
35.8%	0.2%	26.2%	31.8%	1.8%	-8.8%	1.3%	
C\$ par USD	Court terme	Services publics	Services publics	Canada	Faible volatilité	Momentum	
2.1%	-4.2%	1.3%	-0.6%	-9.9%	-10.5%	-2.5%	
Or	Gouv. Fédéral	Serv. comm.	Cons. de base	Asie (ME)	Valeur	Valeur	
-1.5%	-9.3%	-0.7%	-5.6%	-15.3%	-12.4%	-3.6%	
Privil. Can.	Privilegiées	Cons. base	Matériaux	Marchés émerg.	Grandes cap.	Faible vol.	
-9.9%	-9.9%	-1.1%	-7.6%	-15.2%	-21.1%	-4.1%	
S&P/TSX	Sociétés	Matériaux	Santé	EAO	MSCI E-U	Grandes cap.	
-9.9%	-10.9%	-8.3%	-8.3%	-17.5%	-21.1%	-9.6%	
Obligations can.	Univers global	Industrie	Industrie	Japon	Petites cap.	S&P/TSX	
-11.9%	-11.9%	-9.3%	-9.3%	-17.6%	-21.5%	-9.9%	
Équilibré*	Inv. Grade (EU)	Finance	Finance	E-U	Qualité	Qualité	
-13.7%	-13.9%	-11.2%	-11.2%	-18.7%	-23.6%	-11.9%	
High Yield (EU)	Prov. & muni.	Cons. disc.	Immobilier	Monde	Momentum	Petites cap.	
-14.0%	-13.9%	-17.1%	-20.0%	-18.3%	-24.0%	-14.1%	
Marchés émerg.	High Yield (EU)	Immobilier	Technologie	Europe	Croissance	Croissance	
-17.5%	-14.0%	-21.7%	-26.9%	-18.7%	-29.9%	-20.4%	
EAO	Rendement réel	Santé	Services de comm.	EMEA (ME)			
-19.3%	-17.8%	-53.9%	30.2%	-26.6%			
S&P 500	Long terme	Technologie	Cons. disc.				
-20.0%	-21.9%	-55.3%	-32.8%				

Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

D'ailleurs, le mois de juin s'est avéré particulièrement volatil pour les actions américaines, alors qu'un bref rebond en début de mois a été suivi d'une chute rapide en territoire de marché baissier – le premier depuis mars 2020 et seulement le sixième depuis 1980 (graphique 2).

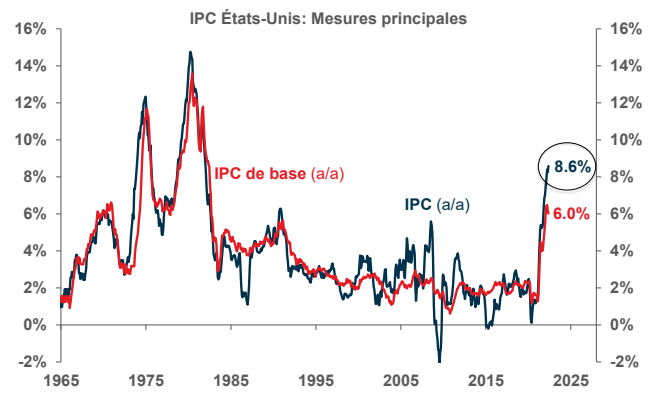
### 2 | ... et marquée par un marché baissier aux É.-U.



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

L'élément déclencheur de ce repli : l'annonce de chiffres d'inflation nettement au-delà des attentes aux États-Unis. Non seulement le taux de croissance annuelle de l'Indice des Prix à la Consommation (IPC) s'est accéléré à 8,6 % en mai (graphique 3), mais plus inquiétant encore, le rythme mensuel de l'IPC médian calculé par la Fed de Cleveland – probablement un des meilleurs

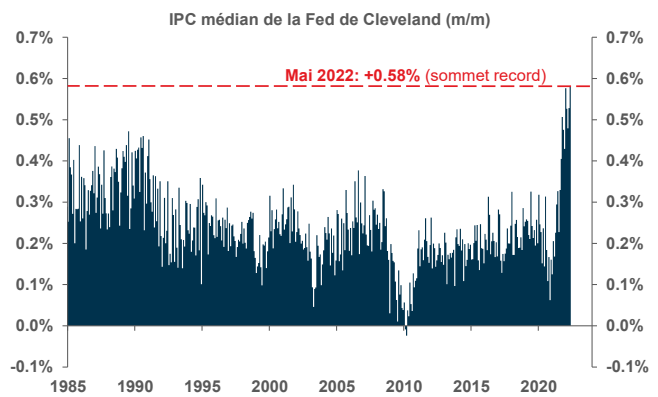
### 3 | Un nouveau sommet pour l'inflation (IPC)...



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

indicateurs des pressions inflationnistes fondamentales – a franchi un nouveau record historique (graphique 4).

### 4 | ... via des pressions généralisées sur les prix

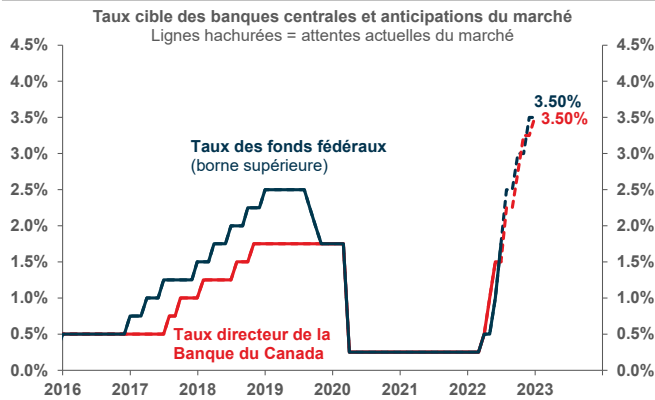


Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

Face à de telles données, la Réserve fédérale a une fois de plus durci le ton, optant pour une hausse de taux de 75 Pb – une première depuis 1994 – en plus de projeter encore 175 Pb de hausses au cours des six prochains mois. De notre côté de la frontière, la prochaine rencontre de la Banque du Canada aura lieu le 13 juillet, mais une inflation nettement au-dessus de la cible pousse aussi les marchés à escompter une hausse de 75 Pb et un taux cible de 3,5 % d'ici la fin de l'année (graphique 5, page suivante).

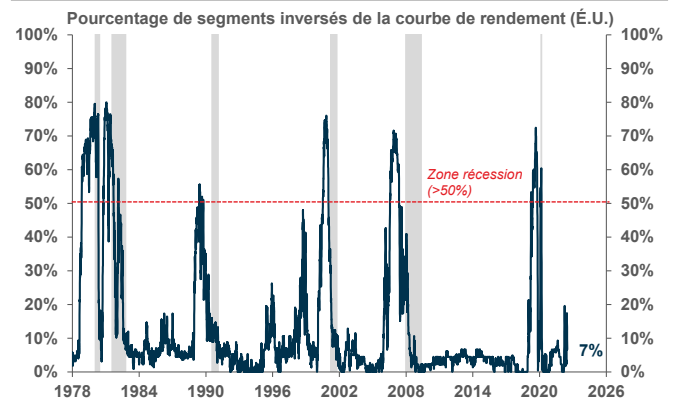
Toutes choses égales par ailleurs, c'est donc dire que la politique monétaire américaine risque de tomber en territoire restrictif dès le début de 2023, ce qui, au cours des cinq dernières décennies, s'est

## 5 | Les banques centrales durcissent le ton...



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

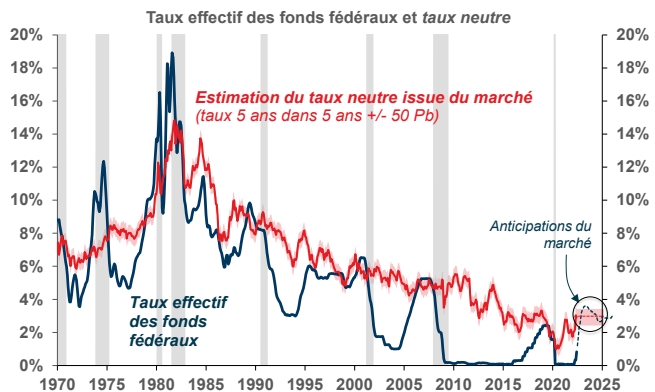
## 7 | Probabilités grandissantes de récession



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

toujours ultimement soldé par une récession (graphique 6).

## 6 | ... avec des taux possiblement restrictifs début 2023



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

Reflétant bien ces nouvelles circonstances, le marché obligataire a commencé à signaler des probabilités grandissantes de récession par un nombre accru d'inversions au sein de la courbe de taux. Cette mesure n'a pas encore franchi le seuil plus probant, mais il fait peu de doute que ce sera bientôt le cas si la Fed n'abaisse pas ses intentions de hausses de taux d'ici la fin de l'année (graphique 7).

Le risque principal de notre scénario de base – une inflation portant les banques centrales à viser une politique monétaire restrictive – s'étant matérialisé, nous avons ajusté à la baisse la prise de risque de

notre allocation tactique d'actifs. Spécifiquement, nous avons réduit notre allocation en actions en échange d'obligations – qui ont récemment reculé encore plus que les actions dans certains cas – et réinitié une légère position en liquidités. Sur le plan géographique, nous avons diminué le poids des actions américaines et accru la pondération au sein des marchés émergents de même que dans la région EAEO, bien que cette dernière demeure sous-pondérée. Finalement, nous restons surpondérés en actions canadiennes. Plus de détails sur ce qui motive ces changements en conclusion, mais d'abord, survolons ce qui se profile désormais sur le plan de la croissance économique et de l'inflation.

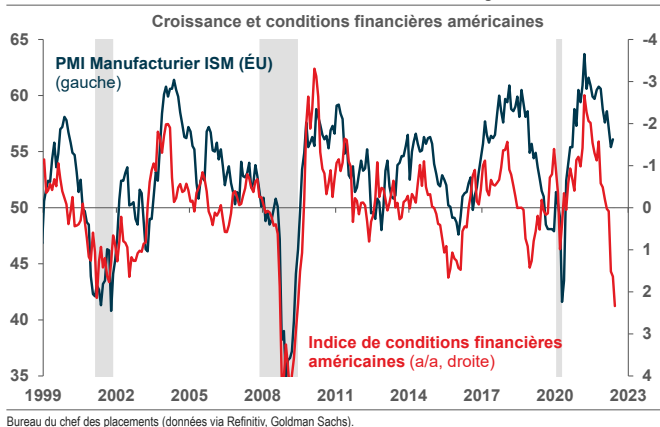
## Un ralentissement économique inévitable...

Bien qu'une récession ne soit pas inévitable, il est clair que la croissance économique va continuer de ralentir au cours des prochains mois et que les risques à la baisse sont prépondérants. Concrètement, nos collègues de l'équipe d'Économie et Stratégie projettent une croissance réelle américaine positive, mais en deçà du potentiel pour la deuxième moitié de 2022 (1,3 % au T3 et 0,8 % au T4) de même qu'en 2023 (1,5 %)¹.

¹ Mensuel économique, FBN Économie et Stratégie, Juin 2022. Les chiffres de croissance sont annualisés.

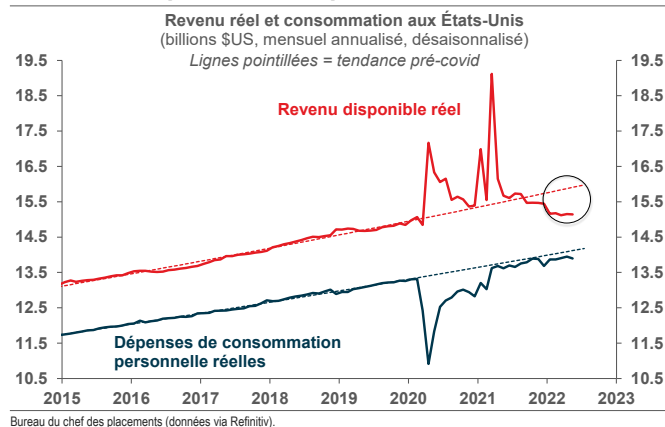
Un important facteur derrière ces prévisions revues à la baisse concerne les conditions financières, qui se sont déjà resserrées de manière importante en réponse aux intentions de hausses de taux communiquées par la Fed. Pensons aux taux d'emprunt hypothécaires et corporatifs, près de sommets en dix ans; à l'indice du dollar américain (DXY), à son plus fort en 20 ans; au marché boursier (S&P 500) qui vient de traverser sa pire première moitié d'année depuis 1970. Voilà tous des éléments qui pèsent lourd sur la croissance, tel que reflété par l'indice des conditions financières de Goldman Sachs (**graphique 8**).

### 8 | Les conditions financières sont déjà serrées...



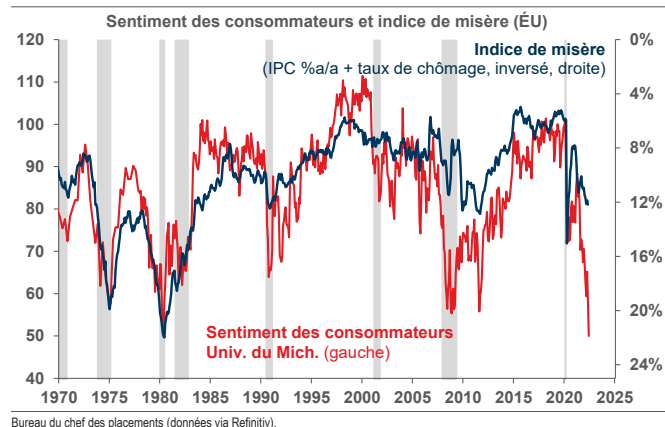
Par ailleurs, l'inflation elle-même commence à avoir un impact toujours plus négatif sur les perspectives de croissance. En effet, si l'excès d'épargne accumulé pendant la pandémie offre un certain coussin face à la hausse du coût de la vie, les nouvelles entrées mensuelles de revenu disponible réel (ajustées pour l'inflation) évoluent maintenant sous leur tendance d'avant 2020. Tôt ou tard, ce contexte finira par affecter les dépenses de consommation qui tardent à revenir à leur tendance pré-pandémique (également ajustées pour l'inflation, **graphique 9**), et les témoignages de ce phénomène se multiplient<sup>2</sup>.

### 9 | ... tandis que l'inflation pèse sur les revenus réels...



Corroborant ces observations, l'indice de sentiment des consommateurs de l'Université du Michigan – qui tend à dépendre du niveau d'inflation et de chômage – a récemment atteint un creux historique (**graphique 10**).

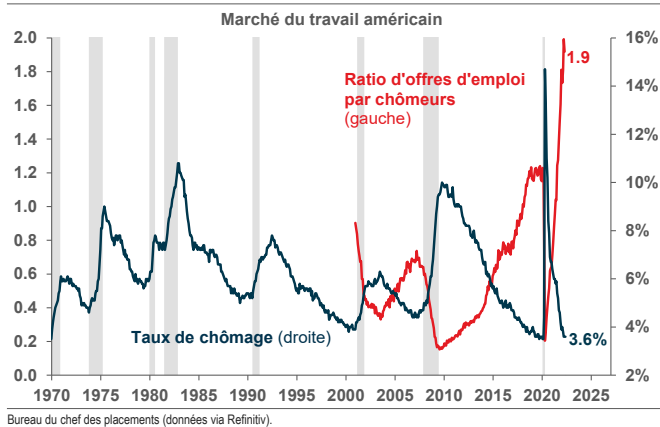
### 10 | ... et mine le moral des consommateurs



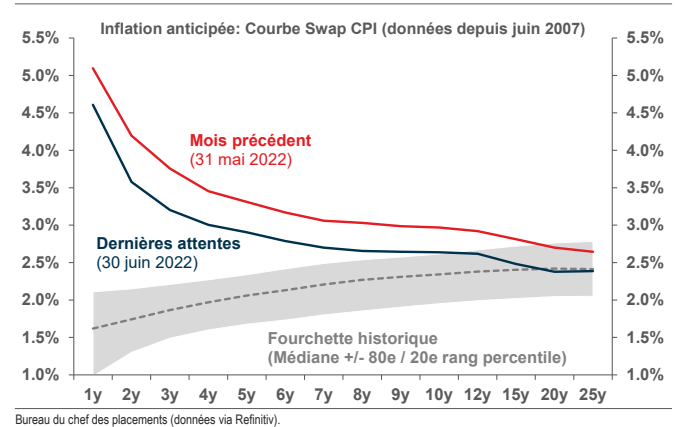
Bien entendu, on ne peut reprocher au taux de chômage de miner le moral des consommateurs de nos jours. Après tout, il se situe toujours près d'un creux historique, alors qu'il existe presque deux fois plus d'offres d'emploi que de chômeurs, un portrait de marché du travail qui est loin de correspondre à un environnement de récession (**graphique 11**, page suivante).

<sup>2</sup> Grocery, Restaurant Executives See Inflation Altering Consumer Spending, Wall Street Journal, 29 juin 2022.

## 11 | Marché du travail américain: à suivre de près



## 12 | Les anticipations d'inflation ont en fait diminué...



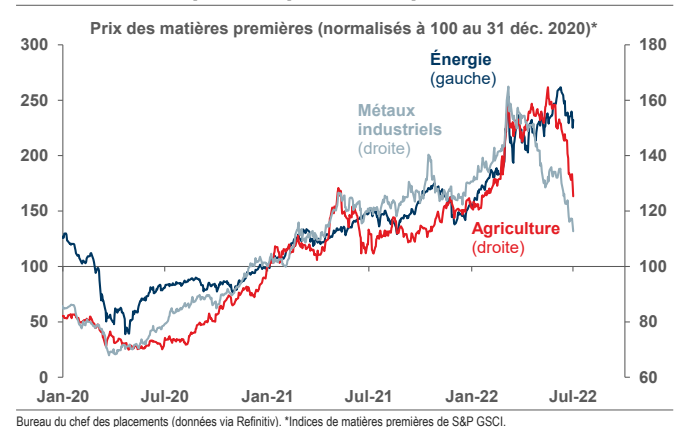
Cela dit, il faudra surveiller de près l'évolution de l'emploi considérant que le ralentissement de l'inflation devra forcément passer par une diminution de la surchauffe sur le marché du travail. La grande question est à savoir si les banques centrales sauront trouver la parfaite dose de resserrement monétaire pour y arriver sans trop faire basculer la balance dans l'autre sens. Ce n'est pas une mince tâche.

## ... mais qu'en est-il de l'inflation?

Soyons clairs : considérant tous les vents contraires auxquels la croissance économique fait présentement face, le scénario de ralentissement graduel de l'inflation au cours de la prochaine année demeure le plus probable. D'ailleurs, c'est encore ce qui est escompté sur le marché des SWAP d'inflation, où les perspectives ont même diminué par rapport au mois dernier (**graphique 12**). De plus, le recul marqué du prix de plusieurs matières premières – surtout sur le plan de l'agriculture et des métaux industriels – au cours des derniers jours est un pas dans la bonne direction (**graphique 13**).

Néanmoins, à plus court terme, une série de facteurs d'incertitude sur lesquels les banques centrales ont bien peu d'emprise complexifient la donne. Le plus important de tous est sans doute le prix du baril de pétrole, largement

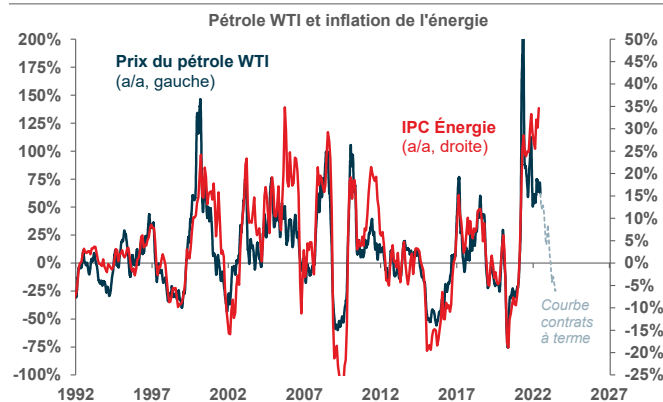
## 13 | ... avec le prix de plusieurs produits de base



impacté par les tensions géopolitiques avec la Russie. En effet, l'or noir influence grandement les prix de l'énergie (**graphique 14**, page suivante) qui, à leur tour, tendent à dicter la direction de l'inflation totale (**graphique 15**, page suivante).

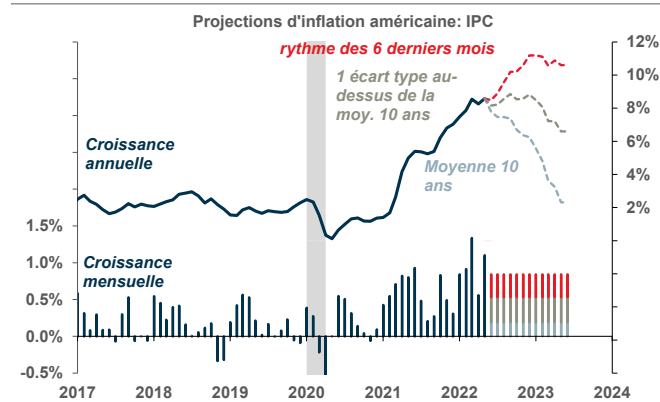
En temps normal, on pourrait s'attendre à ce que les chiffres d'inflation d'un mois spécifique aient peu d'impact sur les intentions de la Fed, surtout lorsqu'ils sont influencés par des éléments aussi volatils que l'énergie. Or, la situation actuelle n'a rien de normal alors que la Fed s'est commise à poursuivre son resserrement monétaire musclé (voir même l'accélérer) tant qu'elle ne verra pas de

## 14 | Le pétrole est un facteur clé pour l'énergie...



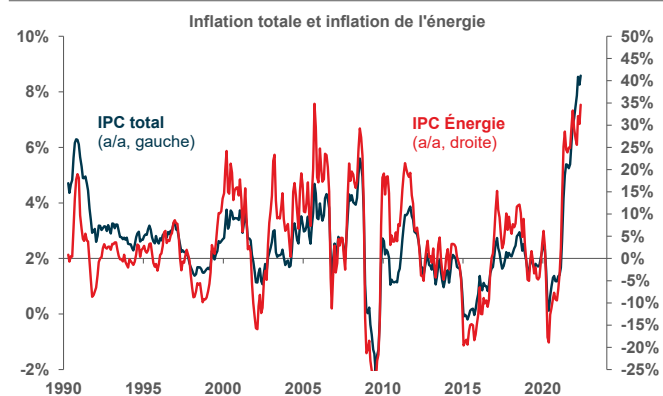
Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

## 16 | L'inflation doit ralentir de manière « convaincante »



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

## 15 | ... et l'énergie est un facteur clé pour l'inflation



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

« preuves convaincantes »<sup>3</sup> que l'inflation est en recul.

Ce qui constituerait une telle chose n'est pas totalement clair. Toutefois, on peut présumer qu'il faudra au minimum trois mois de données d'inflation plus faibles. De plus, un simple retour à des chiffres mensuels un écart-type au-dessus de la moyenne historique – ce qui serait déjà une nette amélioration par rapport aux six derniers mois – ne sera probablement pas suffisant, dans la mesure où le rythme annuel demeurerait supérieur à 8 % durant le reste de l'année 2022 (**graphique 16**).

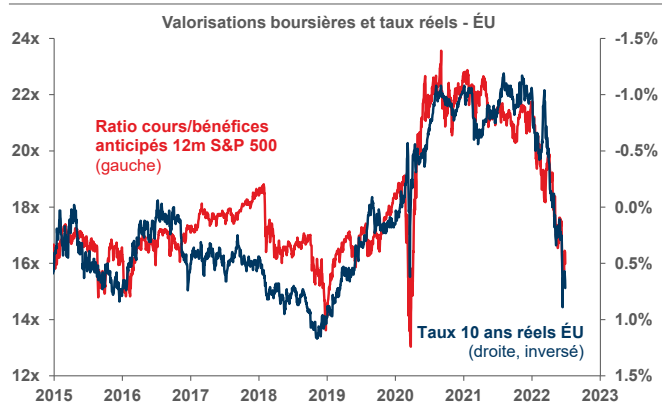
## Conclusion

Jusqu'à récemment, notre scénario économique de base prévoyait un ralentissement de la croissance (bien que toujours forte) et une inflation plus faible (bien qu'encore élevée) ; un contexte qui aurait permis à la Fed de relever rapidement son taux directeur vers un niveau neutre, sans toutefois passer en territoire restrictif. Maintenant, bien que ce scénario demeure toujours probable pour le second semestre, la précarité accrue de l'environnement économique actuel implique davantage d'incertitude dans nos perspectives avec des risques baissiers plus importants, et les prochains mois promettent de rester très volatils en conséquence.

Toutes les mauvaises nouvelles ont-elles déjà été pleinement escomptées dans les cours actuels du marché ? Après tout, la hausse fulgurante des taux réels a fait chuter le ratio cours/bénéfices du S&P 500 de 22x à 16x depuis le début de l'année (**graphique 17**, page suivante), une correction de multiples en ligne avec ce qu'on observe en moyenne au pire d'un marché baissier. De plus, les craintes de récession semblent de plus en plus répandues, à en juger par les tendances de recherche Google (**graphique 18**, page suivante).

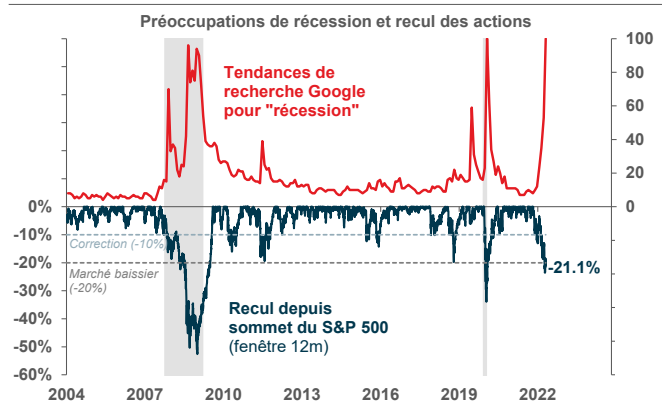
<sup>3</sup> Powell tells Congress the Fed is 'strongly committed' on inflation, notes recession is a 'possibility', CNBC, 22 juin 2022.

## 17 | Les valorisations ont fortement corrigé...



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

## 18 | ... tous les risques sont-ils déjà escomptés ?

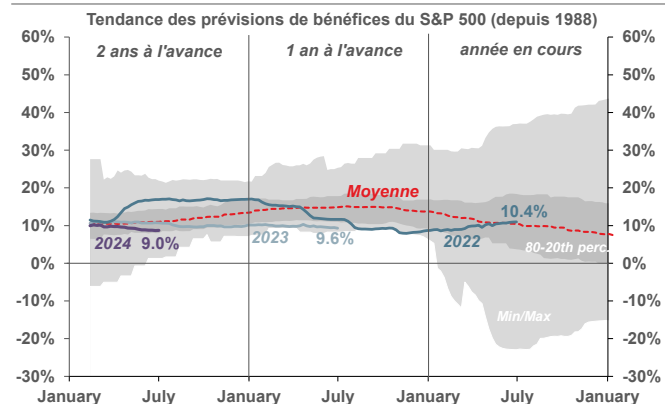


Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

La barre a certainement été abaissée pour les actions. Toutefois, la saison des bénéfices qui s'amorcera dans les prochains jours risque fort probablement de donner lieu à des révisions à la baisse des perspectives de croissance à la lumière des derniers développements macroéconomiques. Celles-ci demeurent particulièrement élevées aux États-Unis – aux alentours de 10 % pour 2022 et 2023 (**graphique 19**) –, un facteur à prendre en considération lorsqu'on interprète les ratios de valorisations basés sur ces attentes.

Qui plus est, l'histoire des marchés baissiers (sujet de notre dernier rapport stratégique [disponible ici](#)) démontre qu'une reprise boursière soutenue passe généralement par un pivot de la Réserve fédérale (**graphique 20**). À moins d'une détérioration précipitée de l'environnement économique, le contexte inflationniste actuel implique que ce

## 19 | Les bénéfices prévus devraient être réduits



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

## 20 | Les rebonds passent souvent par un pivot de la Fed

Conditions économiques et financières lors du creux des marchés baissiers du S&P 500						
Creux du marché baissier (R = récession)	Recul du S&P 500 (à partir du sommet)	Ratio C/B	Δ Ratio C/B (à partir du sommet)	ISM Manufacturier	Δ ISM Manufacturier (à partir du sommet)	Δ taux 2 ans* (derniers 3 mois)
Oct-1957 (R)	-22%	11.3x	-2.8x	41.1	-10.4	+50 Pb
Jun-1962	-28%	15.1x	-7.7x	50.8	-13.4	+0 Pb
Oct-1966	-22%	13.3x	-4.5x	57.2	-8.3	+50 Pb
May-1970 (R)	-36%	12.5x	-6.5x	47.2	-10.9	-175 Pb
Oct-1974 (R)	-48%	6.9x	-11.5x	42.7	-29.4	-253 Pb
Aug-1982 (R)	-27%	7.4x	-2.1x	38.3	-19.9	-87 Pb
Dec-1987	-34%	9.6x	-5.6x	61.0	1.7	-54 Pb
Oct-2002 (R)	-49%	13.8x	-11.0x	49.0	-5.9	-103 Pb
Mar-2009 (R)	-57%	10.2x	-4.9x	37.2	-15.6	+11 Pb
Mar-2020 (R)	-34%	13.0x	-6.1x	49.1	-1.2	-136 Pb
<b>Moyenne</b>	<b>-36%</b>	<b>11.3x</b>	<b>-6.3x</b>	<b>47.4</b>	<b>-11.3</b>	<b>-70 Pb</b>
<b>Moyenne (récessions)</b>	<b>-39%</b>	<b>10.7x</b>	<b>-6.4x</b>	<b>43.5</b>	<b>-13.3</b>	<b>-99 Pb</b>
<b>Moyenne (ex-récessions)</b>	<b>-28%</b>	<b>12.6x</b>	<b>-5.9x</b>	<b>56.3</b>	<b>-6.7</b>	<b>-1 Pb</b>
Jun-2022*	-23%	15.4x	-6.3x	56.1	-1.5	+123 Pb

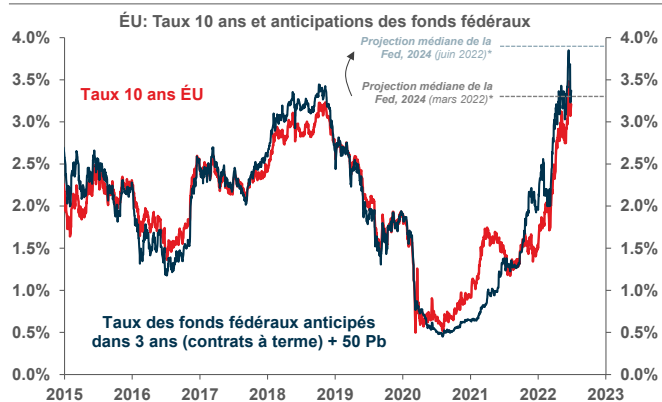
Bureau du chef des placements (données via Refinitiv et Bloomberg). \*Données en date du 17 juin 2022. Taux 2 ans avant 1976, taux effectif des fonds fédéraux avant.

changement de cap sur le front monétaire pourrait se faire attendre encore un certain temps.

De l'autre côté, les perspectives des obligations compétitionnent de plus en plus avec celles des actions. Bien que les dernières projections de la Fed laissent entrevoir un léger potentiel de hausse des taux des obligations du Trésor 10 ans (**graphique 21**, page suivante), leurs niveaux actuels impliquent des propriétés risque/rendement plus attrayantes pour la classe d'actifs sur une base prospective (**graphique 22**, page suivante). Par exemple, alors qu'un ralentissement de l'inflation entraînerait probablement une reprise simultanée des obligations et des actions, un scénario économique plus défavorable devrait ultimement permettre à la classe d'actifs de surperformer alors que les courbes de taux s'inverseraient.



## 21 | Les taux 10 ans peuvent encore augmenter...



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

## 22 | ... mais les perspectives sont plus attrayantes

Rendement total 1 an estimé suite à un changement de taux

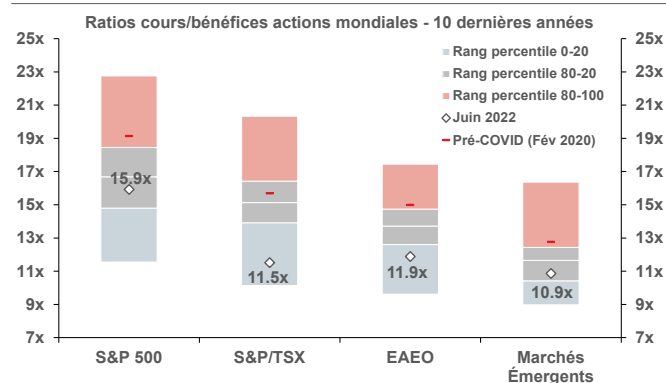
Chg de taux	Bons 10 ans É.-U.	Bons 30 ans É.-U.	Bons 10 ans Canada	Canada corporatif*	Canada Univers*
100 pb	-5.6%	-16.1%	-5.1%	-0.9%	-3.3%
80 pb	-3.9%	-12.3%	-3.4%	0.3%	-1.8%
60 pb	-2.2%	-8.4%	-1.7%	1.4%	-0.3%
40 pb	-0.6%	-4.6%	0.0%	2.6%	1.1%
20 pb	1.1%	-0.8%	1.7%	3.8%	2.6%
0 pb	2.8%	3.1%	3.4%	5.0%	4.1%
-20 pb	4.4%	6.9%	5.1%	6.1%	5.5%
-40 pb	6.1%	10.7%	6.8%	7.3%	7.0%
-60 pb	7.8%	14.6%	8.5%	8.5%	8.5%
-80 pb	9.5%	18.4%	10.2%	9.6%	10.0%
-100 pb	11.1%	22.3%	11.9%	10.8%	11.4%

Bureau du chef des placements (données via Refinitiv, iShares). Le rendement total est mesuré comme la somme du taux de départ, de l'effet du roulement et de la variation des taux (nous supposons uniquement des variations parallèles de la courbe de taux). \*Pour les obligations IG (représentent environ 30 % de l'indice univers) nous assumons qu'il n'y a pas de changement dans leur écart par rapport aux titres d'État. En date du 29 juin 2022.

Au sein des actions, nous continuons de privilégier le marché canadien, qui se négocie à des niveaux de valorisation particulièrement attrayants malgré une surperformance par rapport à ses pairs en 2022 (graphique 23). Aux États-Unis, l'exposition accrue du S&P 500 à la croissance rend l'indice plus sensible aux dynamiques de l'inflation, tandis que le risque de révision à la baisse des bénéfices semble plus important à court terme. Ainsi, nous avons réduit l'allocation des actions américaines à un niveau qui est en ligne avec notre indice de référence.

Pour les marchés émergents, la situation reste précaire. Toutefois, la Chine, qui était déjà en mode resserrement monétaire l'an dernier, adopte maintenant des politiques de plus en plus accommodantes qui pourraient permettre à la deuxième économie mondiale de se relever de ses points bas au cours de la deuxième partie de

## 23 | Des actions canadiennes encore bon marché



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

l'année, à condition que les cas de COVID-19 restent sous contrôle. Cette potentielle divergence vis-à-vis le reste du monde ne serait pas une première (graphique 24) et sera assurément une tendance à surveiller pour le reste de l'année.

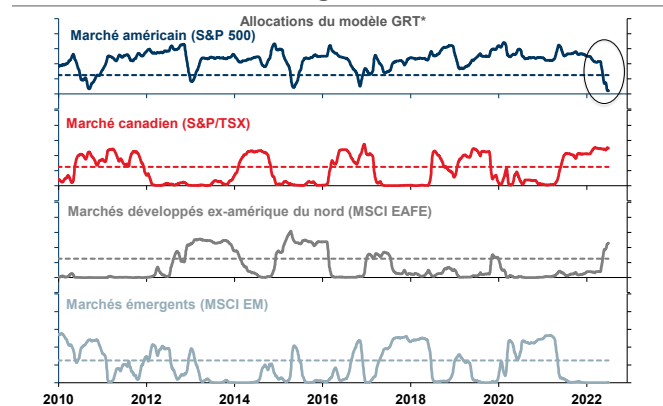
## 24 | L'économie chinoise est-elle en avance ?



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

Enfin, nous restons moins optimistes pour la région EAEO, où les risques de récession sont bien plus matériels. Cependant, notre modèle de momentum relatif s'est récemment retourné en sa faveur alors que le signal à l'égard des actions américaines s'est détérioré (graphique 25, page suivante), un facteur clé derrière nos ajustements d'allocation géographique.

## 25 | Les tendances s'éloignent des États-Unis



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv). \*vs indice équilibré.

Table 3 Répartition globale de l'actif - Portefeuille modèle (en \$C)

	Indice référence		Portefeuille modèle				Commentaires
	Total	Classe d'actif	Total		Classe d'actif		
			Allocation	Poids actif	Allocation	Poids actif	
<b>Classes d'actifs</b>							
Liquidités	0%	-	2.0%	2.0%	-	-	Avec une croissance mondiale prévue en dessous de son potentiel et des risques de récession non négligeables, les perspectives pour les actions sont précaires à court terme, alors que les perspectives à plus long terme restent plus attrayantes que celles des obligations. Les actifs alternatifs et les liquidités permettent de mieux contrôler le risque total du portefeuille et offrent une protection contre une inflation soutenue.
Revenu Fixe	40%	-	34.0%	-6.0%	-	-	
Actions	60%	-	60.0%	0.0%	-	-	
Alternatifs	0%	-	4.0%	4.0%	-	-	
<b>Revenu Fixe</b>							
Gouvernement	28%	73%	17.0%	-11.0%	55%	-18%	Des taux de rendement élevés et une croissance économique résiliente devraient permettre aux obligations d'entreprises de surperformer. Pour des raisons de contrôle du risque, nous nous en tenons au crédit de catégorie investissement. Les taux long-terme devraient augmenter légèrement dans le sillage du resserrement des conditions monétaires, mais l'essentiel de leur hausse est probablement derrière nous.
Catégorie Investissement	12%	27%	14.0%	2.0%	45%	18%	
Rendement Élevé	0%	0%	0.0%	0.0%	0%	0%	
Durée	7.4 ann.	-	6.6 ann.	-0.7 ann.	-	-	
<b>Actions</b>							
Canada	21%	35%	22.0%	1.0%	37%	1.7%	L'incertitude plaide en faveur d'une approche diversifiée. Le CA devrait surperformer dans un contexte d'inflation élevée et des tensions géopolitiques accrues en Europe. Dans les MÉ, nous privilégions les secteurs cycliques/valeurs (RAFI Fond.). Aux ÉU nous privilégions les entreprises de haute qualité (MSCI Qualité) versant des dividendes (Arist. div.) et l'indice équilibré pour leurs propriétés diversifiées et cycliques.
États-Unis	21%	35%	21.0%	0.0%	35%	0.0%	
EAO	12%	20%	11.0%	-1.0%	18%	-1.7%	
Marchés émergents	6%	10%	6.0%	0.0%	10%	0.0%	
<b>Alternatifs</b>							
Protection contre l'inflation	0%	0%	0.0%	0.0%	0%	0%	Une stratégie quantitative systématique exploitant les tendances de marchés tout en visant une décorrélation maximale vis-à-vis les actions et un contrôle étroit de la volatilité (NALT) joue un rôle important de diversificateur. Les prix de l'or sont susceptibles de sous-performer si les taux réels augmentent, mais demeurent une assurance peu dispendieuse contre la possibilité que l'inflation continue de surprendre à la hausse.
Or	0%	0%	2.0%	2.0%	50%	50%	
Revenus non traditionnels	0%	0%	0.0%	0.0%	0%	0%	
Stratégies non corrélées	0%	0%	2.0%	2.0%	50%	50%	
<b>Devises</b>							
Dollar canadien	61%	-	60.0%	-1.0%	-	-	Notre stratégie de portefeuille globale nous place surpondéré en dollars américains par rapport à notre indice de référence. Bien que nous ne nous attendions pas à ce que le dollar canadien se déprécie de manière significative, nous maintenons ce positionnement à des fins de gestion des risques puisque le \$US offre des propriétés historiques attrayantes du point de vue de la construction du portefeuille, notamment lorsque jumelé à l'or.
Dollar américain	21%	-	23.0%	2.0%	-	-	
Euro	5%	-	4.2%	-0.4%	-	-	
Yen japonais	3%	-	2.8%	-0.3%	-	-	
Livre sterling	2%	-	1.5%	-0.1%	-	-	
Autres	9%	-	8.5%	-0.2%	-	-	

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*  
martin.lefebvre@bnc.ca

**Louis Lajoie**

*Directeur*  
*Stratégie d'investissement*  
louis.lajoie@bnc.ca

**Simon-Carl Dunberry**

*Directeur*  
*Stratégie de portefeuille*  
simon-carl.dunberry@bnc.ca

**Nicolas Charlton**

*Associé*  
*Stratégie quantitative*  
nicolas.charlton@bnc.ca

**Mikhael Deutsch-Heng**

*Associé*  
*Stratégie d'investissement*  
mikhael.deutschheng@bnc.ca

**Zaid Shoufan**

*Associé*  
*Stratégie de portefeuille*  
zaid.shoufan@bnc.ca

**Christophe Faucher-Courchesne**

*Associé*  
*Stratégie quantitative*  
christophe.faucher-courchesne@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.

© 2022 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.