

# Stratégie de répartition de l'actif

Bureau du chef des placements | Octobre 2021

## Vents contraires d'automne

### Faits saillants

- Les actions mondiales ont conclu un 6<sup>e</sup> trimestre consécutif de gains (en \$C), bien que le rythme de progression des marchés boursiers ait ralenti après que des vents contraires se soient levés en fin de période. À bien des niveaux, le mois de septembre fut le portrait inverse des mois d'été, alors qu'une remontée des taux d'intérêt a pesé sur les marchés et sur les titres à forte croissance.
- L'enjeu des pressions inflationnistes devrait continuer d'occuper les marchés alors que des facteurs temporaires et structurels sont simultanément en jeu. Toutefois, au-delà de ce que l'inflation fera, l'élément déterminant pour les investisseurs sera de savoir ce que les banques centrales feront en parallèle.
- Les dernières annonces de la Fed confirment que la banque centrale entame le virage de sa politique monétaire ultra-accommodante et suggère que celui-ci pourrait même s'opérer un peu plus vite qu'initialement prévu. L'institution devrait continuer de faire preuve de grande prudence, mais l'environnement pourrait s'avérer de plus en plus difficile à naviguer si la divergence entre surprise inflationniste et économique devait se maintenir.
- Du côté de Washington, rien n'est jamais facile, mais il est désormais clair que les augmentations d'impôts seront inférieures aux ambitions de la Maison-Blanche, si elles se réalisent. Pour leur part, les décideurs politiques chinois sont également demeurés sous le feu des projecteurs à la suite des déboires de la société Evergrande et des mesures de relance économique se font attendre.
- En somme, notre scénario de base continue de prévoir une décélération graduelle de la croissance au cours des prochains mois, mais tout de même positive. Dans ce contexte, les marchés boursiers devraient continuer de surperformer les obligations plus défensives alors que les taux d'intérêt risquent de poursuivre leur remontée. Il faut toutefois s'attendre à davantage de volatilité et des performances plus modestes.

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						
EAE0						
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 obtenir des détails sur le scénario économique de référence qui sous-tend ces vues et la table 4 pour voir comment elles se traduisent dans un portefeuille modèle équilibré.

Bureau du chef des placements

## Revue des marchés

### Revenu fixe

- › En septembre, le taux de référence américain à 10 ans est rapidement remonté à son niveau le plus élevé depuis juin. Cette hausse survient alors que les perspectives de hausses de taux directeurs et du début de la réduction des achats d'actifs par la Fed se sont précisées.
- › Sans surprise, ce sont les obligations à duration élevée qui ont le plus souffert de cette situation. Entre-temps, les écarts de crédit *High-Yield* se sont resserrés en septembre, revenant à leur moyenne du printemps dernier et permettant à la classe d'actifs de maintenir son niveau sur le mois.

### Marchés boursiers

- › Les actions américaines à grande capitalisation ont reculé en septembre, la première baisse mensuelle depuis janvier 2021.
- › L'aversion au risque a été généralisée, avec des baisses sur les autres principales bourses, bien que généralement moins prononcées qu'aux États-Unis. Le recul de la bourse canadienne s'est avéré le moins sévère du groupe.
- › Au niveau sectoriel, seules les valeurs énergétiques ont progressé, aidées en partie par la hausse des prix du pétrole.

### Devises et matières premières

- › Le dollar américain avait atteint son plus haut niveau depuis un an à la fin du trimestre, soutenu par la perspective de taux d'intérêt plus élevés.
- › De son côté, le prix du pétrole a grimpé, le WTI clôturant le mois de septembre à son plus haut niveau depuis trois ans.

Table 2 Rendement total des marchés

Classes d'actifs	Sept.	T3	AÀD
Liquidités (T-bills 3 mois)	0.0%	0.1%	0.1%
<b>Obligations (FTSE CA Univ.)</b>	<b>-1.4%</b>	<b>-0.5%</b>	<b>-4.0%</b>
FTSE CA Court terme	-0.4%	0.1%	-0.4%
FTSE CA Moyen terme	-1.4%	0.0%	-3.0%
FTSE CA Long terme	-2.7%	-1.6%	-8.9%
FTSE CA Gouvernement	-1.5%	-0.6%	-4.5%
FTSE CA sociétés	-1.1%	-0.1%	-2.4%
BoAML Inv. Grade (USD)	-1.1%	-0.1%	-1.1%
BoAML High-Yield (USD)	0.0%	0.9%	4.7%
Actions privilégiées	0.9%	2.8%	17.4%
<b>Actions Can. (S&amp;P/TSX)</b>	<b>-2.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>17.5%</b>
Énergie	8.7%	2.8%	40.9%
Industriels	-2.6%	3.9%	11.0%
Financières	-1.1%	1.1%	24.8%
Matériaux	-5.7%	-5.6%	-6.0%
Serv. Publics	-2.9%	1.0%	6.0%
Cons. Disc	-4.1%	-6.5%	9.9%
Cons. Base	-4.2%	4.6%	13.5%
Santé	-10.3%	-19.4%	-1.7%
Technologie	-9.4%	-1.3%	20.1%
Sce de Comm.	-3.2%	0.7%	19.0%
REITs	-3.2%	3.3%	25.8%
S&P/TSX petites cap.	-0.1%	-2.5%	16.7%
<b>Actions US (S&amp;P500 \$ US)</b>	<b>-4.7%</b>	<b>0.6%</b>	<b>15.9%</b>
Énergie	9.4%	-1.7%	43.2%
Industriels	-6.1%	-4.2%	11.5%
Financières	-1.8%	2.7%	29.1%
Matériaux	-7.2%	-3.5%	10.5%
Serv. publics	-6.2%	1.8%	4.2%
Cons. disc	-2.6%	0.0%	10.3%
Cons. base	-4.1%	-0.3%	4.7%
Santé	-5.5%	1.4%	13.5%
Technologie	-5.8%	1.3%	15.3%
Sce de Comm.	-6.6%	1.6%	21.6%
REITs	-6.2%	0.9%	24.4%
Russell 2000 (\$ US)	-3.1%	-4.6%	11.6%
<b>Actions mond. (MSCI ACWI)</b>	<b>-4.1%</b>	<b>-1.0%</b>	<b>11.5%</b>
MSCI EAFE (\$ US)	-2.8%	-0.4%	8.8%
MSCI EM (\$ US)	-3.9%	-8.0%	-1.0%
<b>Mat. premières (CRB index)</b>	<b>4.9%</b>	<b>7.3%</b>	<b>36.5%</b>
Pétrole WTI (\$US/baril)	9.6%	2.1%	55.7%
Or (\$US/once)	-2.5%	-0.3%	-7.2%
Cuivre (\$US/tonne)	-6.1%	-4.4%	15.4%
<b>Devises (DXY - Indice \$US)</b>	<b>1.7%</b>	<b>1.9%</b>	<b>4.8%</b>
USD par EUR	-1.8%	-2.3%	-5.3%
CAD par USD	0.5%	2.3%	-0.4%

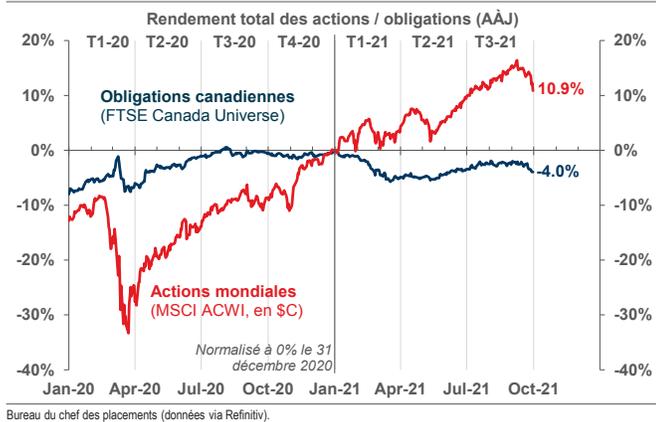
Données via Refinitiv

2021-09-30

## Vents contraires d'automne

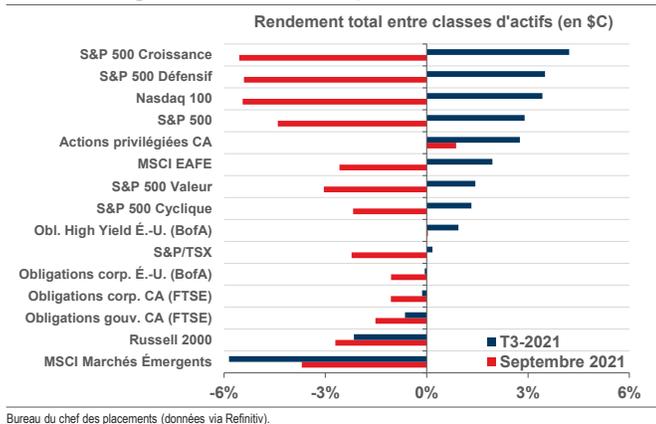
Les actions mondiales ont conclu un 6<sup>e</sup> trimestre consécutif de gains (en \$C)<sup>1</sup> en septembre, accentuant leur avance sur les marchés obligataires qui demeurent en suspens. Le rythme de progression des marchés boursiers a toutefois ralenti au T3-2021 (plus faible rendement des six derniers trimestres) après que des vents contraires se soient levés en fin de période (graphique 1).

### 1 | Les actions conservent leur grande avance...



Dans l'ensemble, le sommet du palmarès pour le dernier trimestre appartient aux actions américaines et plus particulièrement aux segments défensifs et à forte croissance. Toutefois, cela est davantage le reflet des mois d'été, alors que c'est le portrait inverse en septembre (graphique 2).

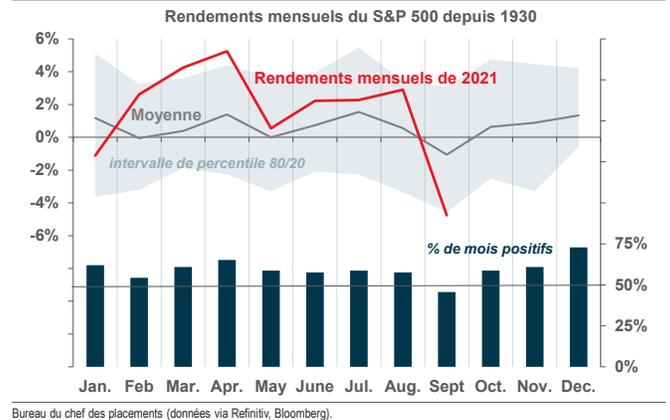
### 2 | ... malgré un mois de septembre difficile...



<sup>1</sup> Au T3-2021, l'indice MSCI ACWI a enregistré un gain de 1,3 % en \$C mais une perte de 1,0 % en \$US.

En fait, septembre ne fut rien de moins que le premier mois de pertes pour le S&P 500 depuis janvier 2021. Il est intéressant de constater que septembre est historiquement un mois plus difficile pour la bourse : son rendement moyen est le plus faible tandis qu'il est le seul mois avec une fréquence positive sous 50 % (graphique 3).

### 3 | ... comme c'est souvent le cas



S'agit-il d'un simple ralentissement avant de renouer avec les gains tel que c'est généralement le cas en fin d'année et plus particulièrement en décembre, ou est-ce que la volatilité actuelle persistera tout au long du quatrième trimestre ? Pour en être sûr, revenons sur les principaux facteurs de risques qui devraient déterminer la conduite des marchés d'ici la fin de l'année.

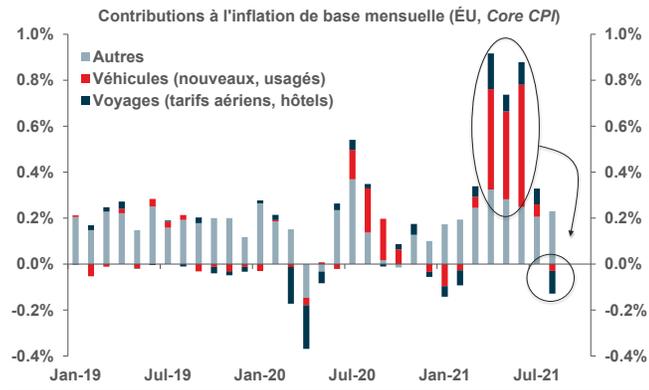
## Nuances d'inflation

L'enjeu de la trajectoire future de l'inflation est complexe et ne se résume certainement pas à « transitoire » vs « persistant » – des facteurs temporaires et structurels sont simultanément en jeu.

Chose certaine, le dernier rapport sur l'inflation a révélé un renversement de prix pour les quelques secteurs largement responsables de la hausse marquée de l'indice des prix à la consommation (IPC) de base au courant des mois d'été, tels que

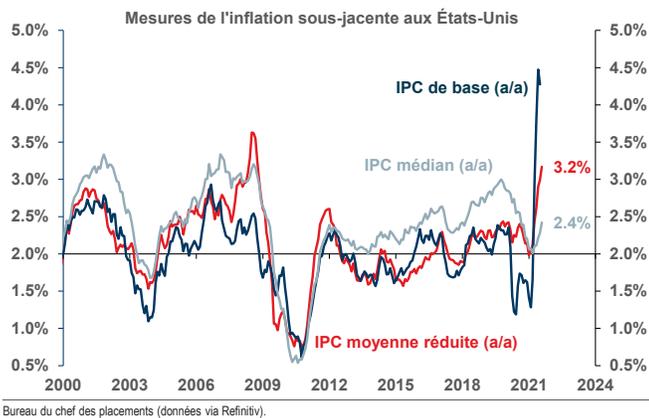
les véhicules neufs et usagés (**graphique 4**). Cette tendance appuie l'argument voulant que l'apaisement de facteurs transitoires mène à un ralentissement de l'inflation au cours des prochains mois.

#### 4 | Des facteurs transitoires se renversent...



Or, si nous avons probablement vu le sommet de la croissance des prix année-sur-année, d'autres éléments pourraient maintenir les mesures d'inflation sous-jacente élevée (**graphique 5**).

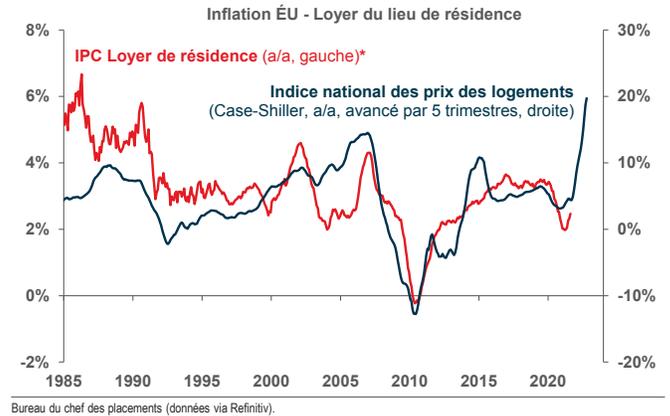
#### 5 | ... tandis que l'inflation sous-jacente...



Un premier segment à suivre de près sera celui associé au coût de loyer de résidence, d'abord parce qu'il représente un peu plus de 40 % du panier représenté par l'IPC de base et ensuite parce qu'il est raisonnable d'anticiper des hausses à ce niveau. En effet, l'histoire démontre qu'une montée des prix de l'immobilier tend à se traduire (dans une certaine mesure) en une hausse des loyers avec un délai d'environ cinq trimestres. Ainsi,

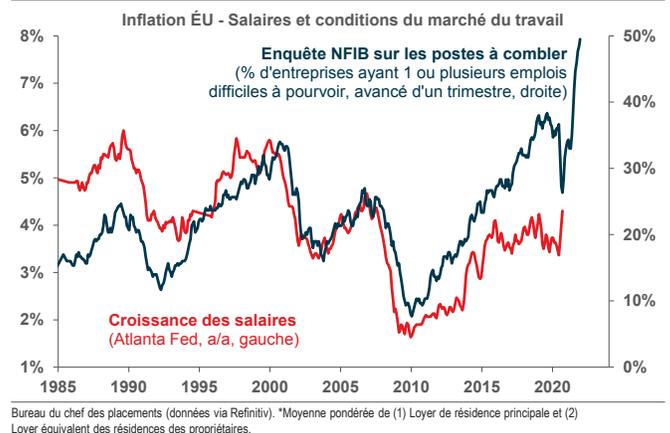
même si le rythme de croissance des prix de l'immobilier devait ralentir, la hausse de la dernière année devrait avoir des effets sur les loyers pour encore plusieurs mois (**graphique 6**).

#### 6 | ... devrait être soutenue par les prix immobiliers...



Un second élément à surveiller ne fait pas explicitement partie du panier de consommation, mais exerce une forte influence sur l'ensemble des prix et surtout pour les services : les salaires. Le concept de pénurie de main-d'œuvre existait avant la pandémie sans que cela ne se traduise en hausse marquée des salaires. Cela dit, le manque de travailleurs s'est visiblement aggravé en 2021, tandis que les salaires affichent leur plus forte hausse depuis 2007 (**graphique 7**).

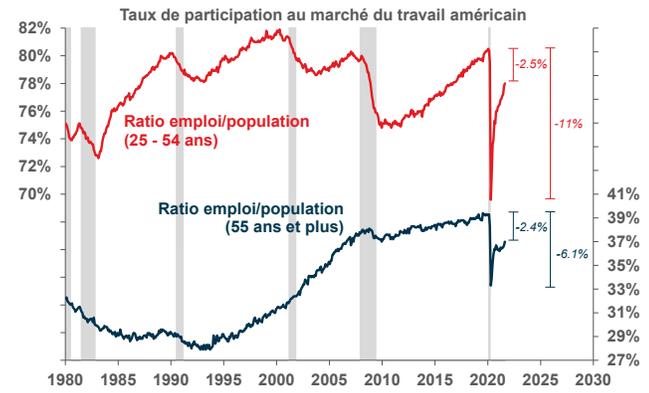
#### 7 | ... et une croissance des salaires



Pour la suite, une reprise rapide de l'emploi permettrait d'apaiser les pressions à la hausse sur les salaires, bien que la pénurie de main-d'œuvre demeurera un enjeu structurel. À ce sujet, il sera

important de suivre l'évolution du taux de participation des travailleurs au cours des prochains mois, maintenant que la vaste majorité des mesures d'allocation de chômage supplémentaires ont expiré. Toutefois, le retour aux niveaux pré-crise risque de prendre encore du temps, notamment en ce qui a trait à la population de 55 ans et plus, qui contient nombre de travailleurs ayant décidé de devancer leur retraite en contexte de pandémie (graphique 8).

### 8 | Encore bien du chemin à parcourir pour l'emploi

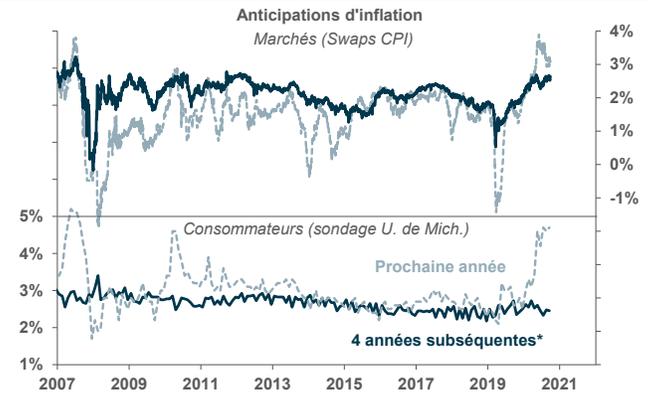


Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

En somme, le scénario le plus probable dans ce contexte empreint d'incertitudes et de forces conflictuelles demeure un ralentissement graduel de l'inflation vers un niveau qui demeurera toutefois plus élevé que dans l'histoire récente. Ce pronostic est sensiblement celui se reflétant dans les mesures d'inflation anticipée des marchés. Pour leur part, les sondages auprès des consommateurs signalent encore des perspectives d'inflation élevée à court terme et plus modérée à long terme (graphique 9).

Au-delà de la trajectoire que prendra ultimement l'inflation, l'élément déterminant pour les marchés boursiers et obligataires sera toujours de savoir ce que les banques centrales (principalement la Fed) feront en parallèle. À ce sujet, les perspectives commencent à se clarifier.

### 9 | Un ralentissement progressif demeure attendu

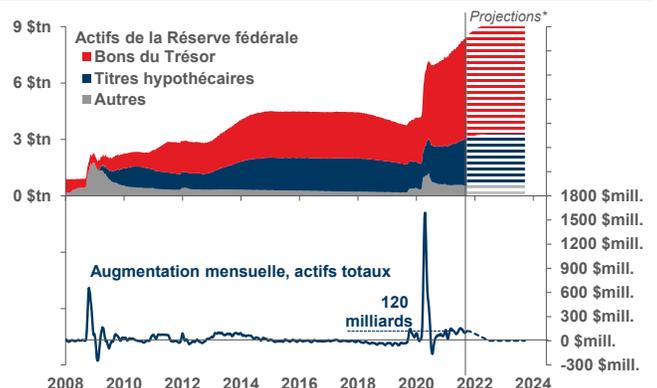


Bureau du chef des placements (données via Refinitiv). \*Mesure implicite calculée à partir des perspectives 1 an et 5 ans.

### Décideurs politiques occupés aux É.-U...

Au terme de la rencontre du FOMC (Federal Open Market Committee) du 22 septembre, Jerome Powell a essentiellement confirmé que la banque centrale s'apprêtait à débiter une réduction graduelle de ses achats d'actifs en affirmant que « so long as the recovery remains on track, a gradual tapering process that concludes around the middle of next year is likely to be appropriate » et ajoutant ensuite que cela pourrait commencer « as soon as the next meeting ». Ainsi, à moins d'une détérioration surprise du marché de l'emploi, le programme d'achats d'actifs de la Fed devrait diminuer d'environ 15 milliards de dollars par mois à partir de novembre, pour voir le bilan total se stabiliser près de la marque des 9 billions de dollars en juin 2022 (graphique 10). Pas trop de surprises à ce niveau.

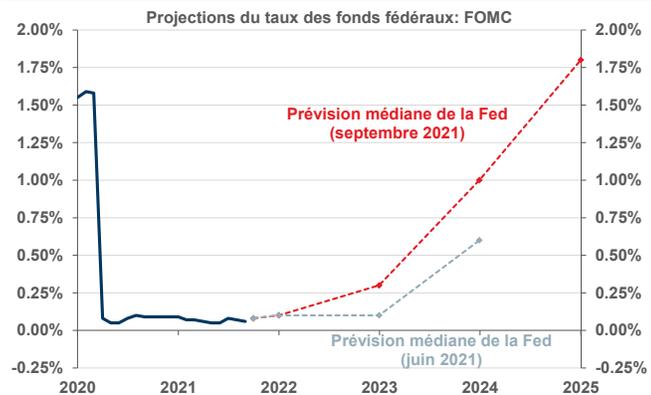
### 10 | Les achats de la Fed s'apprêtent à diminuer...



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv). \*Assume une baisse de 15 milliards du rythme d'achats à chaque mois mensuel pendant 8 mois (novembre 2021 à juin 2022)

La mise à jour des projections de taux des membres du FOMC a toutefois été plus révélatrice. Bien que la dispersion entre les décideurs politiques demeure élevée, le taux médian projeté a augmenté d'environ une hausse en 2022, une hausse en 2023 et révélé une première projection de trois hausses en 2024 (**graphique 11**).

### 11 | ... tandis que les projections de taux augmentent



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

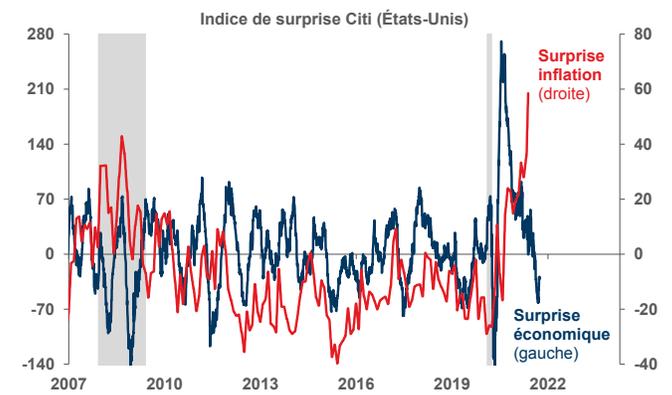
Ces changements confirment que la Fed entame le virage de sa politique monétaire ultra-accommodante et suggère que celui-ci pourrait même s'opérer un peu plus vite que prévu initialement. Soyons clairs, la banque centrale devrait continuer de faire preuve de grande prudence en s'ajustant au fil des données économiques. Néanmoins, l'environnement pourrait s'avérer de plus en plus difficile à naviguer pour les décideurs politiques si la divergence entre surprise inflationniste et économique devait se maintenir (**graphique 12**). En effet, si la nouvelle approche de la Réserve fédérale vise à éviter de tomber dans une spirale déflationniste, un contexte de stagflation n'est pas plus souhaitable.

Du côté de Washington, rien n'est jamais facile et les derniers jours de débats houleux sur le plafond de la dette, le plan d'infrastructure et le plan social en sont l'exemple. Si l'on assume que le congrès finira par trouver une solution au récurrent problème du plafond de la dette d'ici au 18 octobre<sup>2</sup> (ce qui n'est pas le cas au moment d'écrire ces lignes), le

<sup>2</sup> Janet Yellen warns US risks running out of money by October 18, Financial Times, 28 septembre 2021.

<sup>3</sup> Source : Goldman Sachs Research.

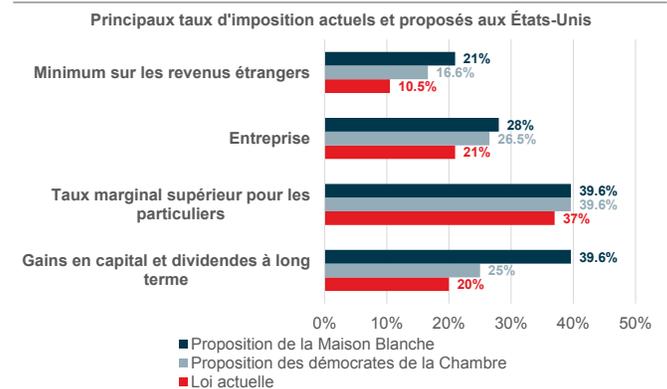
### 12 | Un environnement difficile à naviguer pour la Fed



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

principal facteur pour les marchés devrait concerner les taux de taxation inclus dans le plan social de 3,5 billions de dollars du Président Biden. Or, les désaccords au sein même du parti démocrate font qu'il est maintenant clair que ce chiffre sera réduit avec des hausses de taxes inférieures aux ambitions de la Maison-Blanche (**graphique 13**). Pour la bourse américaine, ces changements représenteraient une baisse d'environ 5 % des bénéfices de 2022<sup>3</sup>.

### 13 | Hausse des taxes : moins de mordant (s'il y en a)

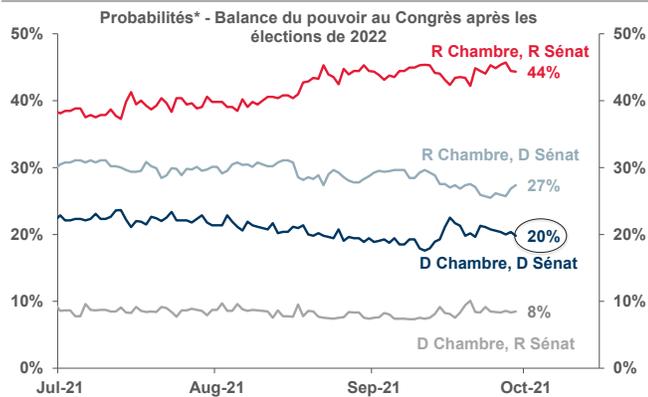


Source: House Ways et Means Committee  
<https://www.wsj.com/articles/democrats-release-details-of-tax-increase-11631539532>

Dans tous les cas, il semble que ce soit maintenant ou jamais pour les démocrates. Plus le temps avance, plus nous nous rapprochons des élections de mi-mandat de novembre 2022 et selon le marché des prédictions, les démocrates n'ont

qu'une chance sur cinq de maintenir le contrôle du Congrès (**graphique 14**).

#### 14 | 'Maintenant ou jamais' pour les Démocrates



Bureau du chef des placements (données via \*Predictio).

#### ... et en Chine

Pendant ce temps en Chine, les décideurs politiques sont également demeurés sous le feu des projecteurs, cette fois-ci à cause des déboires financiers de la société Evergrande, deuxième plus grand développeur immobilier du pays. La situation de l'entreprise n'a fait que s'aggraver depuis que le gouvernement chinois a émis une série de nouvelles règles (les *trois lignes rouges*<sup>4</sup>) visant à réduire le problème chronique d'excès d'endettement de son secteur immobilier en août 2020. Incapable de respecter les ratios d'endettement exigé par les régulateurs, l'entreprise a vu le prix de son action et de ses obligations s'effondrer à mesure qu'elle se rapprochait d'inévitables défauts de paiement (**graphique 15**).

Cette débâcle a soulevé les craintes d'effet de contagion sur l'ensemble de l'économie mondiale. Or, il semble plutôt que la situation soit la conséquence attendue de la campagne du gouvernement chinois visant à réduire l'usage excessif de levier du secteur immobilier qui menaçait la pérennité de l'économie du pays à long terme. Par conséquent, la conclusion la plus probable est une forme de sauvetage ciblé (rachats

#### 15 | Evergrande: conséquence attendue pour Beijing?



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

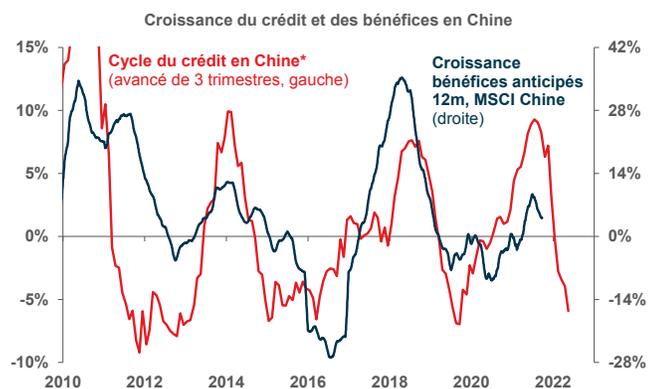
de projets et parts d'Evergrande par d'autres promoteurs et entreprises détenues par l'état) assurant la survie de ce secteur névralgique, mais impliquant tout de même des pertes pour les actionnaires et certains créditeurs de l'entreprise.

Bien que l'impact sur la croissance mondiale devrait être limité, les difficultés du secteur immobilier risquent d'ajouter aux pressions à la baisse sur la croissance en Chine. Mentionnons également la hausse des prix du charbon et des cibles strictes de réduction d'émissions de carbone qui causent des pénuries d'électricité contraignant les usines à réduire leur production<sup>5</sup>. Ultimement, il est attendu que le gouvernement chinois annonce des mesures monétaires visant à relancer la croissance du crédit qui exerce une grande influence sur l'activité économique du pays (**graphique 16**, page suivante), mais pour le moment, les décideurs politiques ne semblent pas presser. À suivre de près au cours des prochains mois.

<sup>4</sup> Beijing turns the screws on China's property sector, Financial Times, 25 janvier 2021.

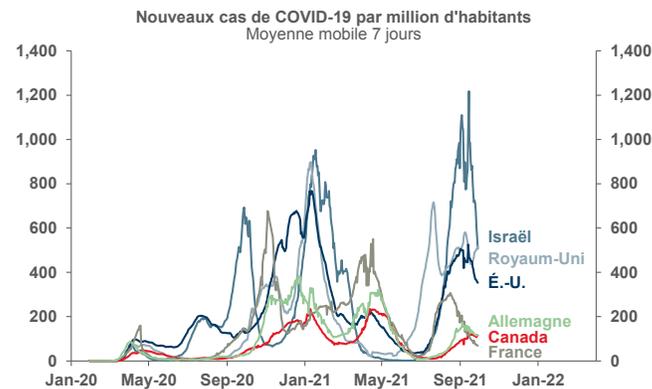
<sup>5</sup> Power crunch threatens Chinese economic growth, warn banks, Financial Times, 27 septembre 2021.

## 16 | Les pressions à la baisse s'accroissent en Chine



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv). \*Variation annuelle du financement social total de la Chine en % du PIB.

## 18 | La situation sanitaire se stabilise...

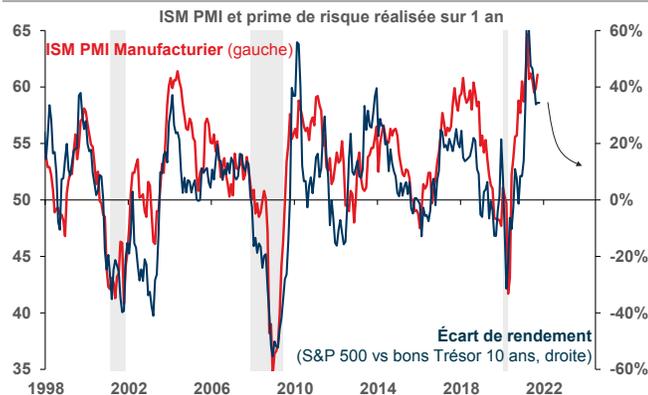


Bureau du chef des placements (données via Johns Hopkins University).

## En conclusion

Notre scénario de base continue de prévoir une décélération graduelle de la croissance au cours des prochains mois, mais tout de même positive. Dans ce contexte, les marchés boursiers devraient continuer de surperformer les obligations plus défensives. Il faut toutefois s'attendre à davantage de volatilité et des performances plus modestes (graphique 17).

## 17 | Un ralentissement graduel est à prévoir

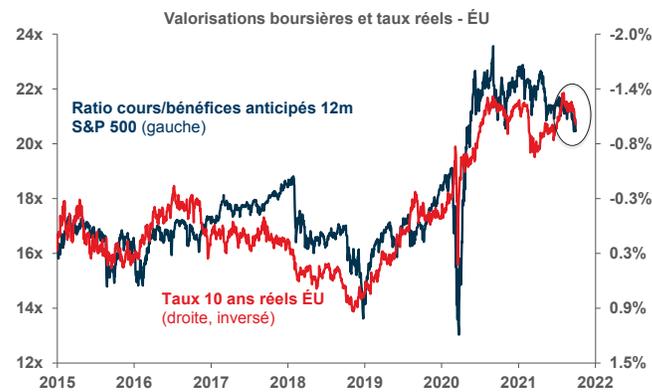


Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

C'est dans cette optique que nous avons réduit notre surpondération en actions au profit de liquidités le mois dernier, anticipant des vents contraires dus à la persistance des cas de COVID-19 et au pivot monétaire des banques centrales. Depuis, la situation sanitaire a pris un tournant plus encourageant (graphique 18), mais le contexte monétaire a effectivement donné lieu à une

remontée des taux des bons du Trésor (graphique 19) qui a pesé sur les marchés obligataires et boursiers en septembre.

## 19 | ... mais le mouvement des taux secoue les marchés



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

Un sujet de questionnement pour plusieurs investisseurs est le lien entre les perspectives de taux d'intérêt de la Réserve fédérale et les taux des bons du Trésor 10 ans, dont le prix de plusieurs actifs dépend. Il semble que cette relation s'opère avec les perspectives de taux d'intérêt de la Fed sur un horizon de trois ans : les deux variables tendent à bouger main dans la main depuis 2011 (date de début des données sur les contrats à terme d'échéance 36 mois sur les fonds fédéraux) avec un écart d'environ 50 points de base. Selon cette analyse, s'il était probablement prématuré de voir les taux d'intérêt 10 ans près de 1,70 % en début d'année, il est tout à fait justifié de les voir à 1,50 % aujourd'hui. De plus, une convergence des

perspectives des marchés vers la toute dernière projection médiane du FOMC verrait certainement les taux obligataires poursuivre leur remontée (graphique 20).

## 20 | Les risques demeurent à la hausse pour les taux...



Cet environnement devrait s'avérer favorable aux segments des marchés boursiers aux propriétés plus cycliques et de style valeur en opposition au style croissance plus défensif, tel que nous l'avons vu en septembre (graphique 21).

## 21 | ... ce qui tend à favoriser les actions cycliques...



Géographiquement, cela tend à favoriser le marché canadien – le plus cyclique/valeur – par rapport au marché américain – le plus croissance/défensif – et nous demeurons positionnés en ce sens (graphique 22). De plus, des valorisations relativement plus modestes au Canada suggèrent un risque à la baisse inférieur dans l'éventualité d'un épisode d'aversion au risque accru (graphique 23).

## 22 | ... plus fortement pondérées au Canada

Allocation sectorielle - actions mondiales (au 28 septembre 2021)

	Marchés Émergents	S&P/TSX	S&P 500	EAFE
Technologie	21%	12%	28%	10%
Financières	19%	32%	11%	17%
Cons. Discrétionaire	15%	4%	12%	13%
Communication	10%	5%	11%	5%
Matériaux	9%	11%	3%	7%
Cons. de base	6%	4%	6%	10%
Énergie	6%	13%	3%	3%
Soins santé	5%	1%	13%	13%
Industriels	5%	11%	8%	16%
Immobilier	2%	3%	3%	3%
Services publics	2%	5%	2%	3%
Cyclique/Valeur*	55%	74%	40%	59%
Défensif/Croissance**	45%	26%	60%	41%

Bureau du chef des placements (données via iShares, SSGA). \*Financières, Cons Discr, Matériaux, Énergie, Industriels, Immobilier. \*\*Technologie, Communication, Consommation de base, Soins santé, Services publics.

## 23 | Risques à la baisse plus limités pour le S&P/TSX

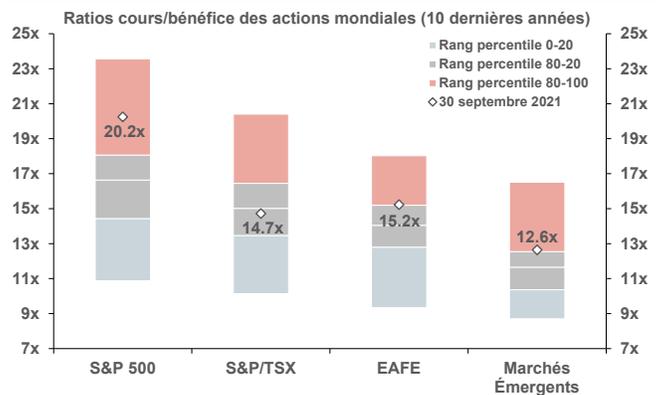


Table 3 Scénario de base

Scénario (prob.)*	Éléments clés et implications pour l'investissement
<b>Scénario de base 70%</b>	Des vagues de nouveaux cas de COVID-19 émergent à différents moments dans différents pays. Le nombre d'hospitalisations et de décès vacille, mais demeure loin d'une situation de crise grâce aux succès des campagnes de vaccinations qui s'accroissent dans les pays émergents.
	La reprise économique se poursuit, mais le rythme de croissance ralentit. De fortes tendances sous-jacentes telles qu'une accumulation substantielle d'épargne excédentaire, une forte reprise du secteur des services et des conditions monétaires accommodantes permettent de maintenir une croissance au-delà de la moyenne à long terme.
	La majorité des décideurs politiques des pays développés poursuit un retrait progressif et prudent du soutien fiscal d'urgence. Aux États-Unis, l'administration Biden parvient à faire passer un plan social qui inclut certaines augmentations d'impôts, bien que d'une ampleur moindre que prévu initialement.
	L'inflation annuelle diminue légèrement mais demeure volatile. Plusieurs forces transitoires exerçant une pression à la hausse sur les prix s'estompent. Toutefois, la vigueur de l'économie et certains facteurs structurels maintiennent le niveau d'inflation relativement élevé. Les banques centrales amorcent un ajustement graduel et prudent de leurs mesures monétaires ultra accommodantes.
	→ <b>Les taux obligataires augmentent graduellement tandis que les actions poursuivent leur ascension le long de leur tendance à long terme. Le leadership demeure volatil mais penche en faveur des actions cycliques et du marché canadien.</b>
<b>Scénario optimiste 15%</b>	Une baisse de la virulence de la COVID-19 combinée à une hausse du taux de vaccination à l'échelle mondiale permet une victoire définitive sur la pandémie. La réouverture des économies donne lieu à une reprise rapide de l'emploi. Le sentiment des consommateurs bondit.
	Après une forte augmentation de l'inflation, celle-ci retourne près des moyennes historiques à mesure que l'offre s'ajuste. Les autorités monétaires chinoises annoncent de nouvelles mesures pour stimuler leur économie tandis que les banques centrales occidentales maintiennent leurs taux d'intérêt au plancher.
	→ <b>Les taux obligataires augmentent marginalement et le dollar américain recule. Les actions mondiales bondissent au-dessus de leur tendance à long terme. Le leadership demeure volatil. Les marchés émergents surperforment significativement.</b>
<b>Scénario pessimiste 15%</b>	Les fortes pressions inflationnistes s'accroissent et poussent les perspectives d'inflation à long terme dans une zone qui force les banques centrales à resserrer les conditions monétaires plus rapidement. En parallèle, l'incertitude sur la politique fiscale américaine, la politique monétaire et réglementaire en Chine ainsi que les relations sino-américaines forcent les marchés à recalibrer leurs attentes.
	Les campagnes de vaccination ne parviennent pas à contrecarrer la propagation rapide des variants du coronavirus dans certaines régions du monde. Les craintes persistantes associées à la maladie affectent négativement le sentiment des consommateurs, la croissance mondiale ralentit substantiellement.
	→ <b>La volatilité des taux obligataires augmente, le dollar américain s'apprécie, les actions s'aventurent en territoire de correction. Le leadership est hautement volatil, mais penche en faveur des actions croissances (valeurs) dans le scénario de reprise de la COVID (pressions inflationnistes).</b>

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

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

	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 au-dessus de la tendance, les actions devaient surperformer les obligations, qui affichent des taux près d'un creux historique. Les actifs alternatifs permettent de mieux contrôler le risque total du portefeuille et offrent une protection contre une inflation soutenue. Une position en liquidités ajoute un niveau de prudence supplémentaire, étant donné les perspectives rendement/risque relativement faibles.
Revenu Fixe	40%	-	30.0%	-10.0%	-	-	
Actions	60%	-	63.0%	3.0%	-	-	
Alternatifs	0%	-	5.0%	5.0%	-	-	
<b>Revenu Fixe</b>							
Gouvernement	28%	73%	16.8%	-11.2%	54%	-19%	Le contexte monétaire et économique devrait amener le crédit corporatif à surperformer. Pour des raisons de contrôle du risque, nous nous en tenons au crédit de catégorie investissement. Les taux long-terme devraient augmenter légèrement à mesure que les banques centrales normalisent leurs politiques, mais nous prévoyons que les taux réels demeureront négatifs.
Catégorie Investissement	12%	27%	14.2%	2.2%	46%	19%	
Rendement Élevé	0%	0%	0.0%	0.0%	0%	0%	
Durée	7.8 ann.	-	7.5 ann.	-0.3 ann.	-	-	
<b>Actions</b>							
Canada	21%	35%	23.0%	2.0%	37%	1.6%	L'incertitude qui prévaut plaide en faveur d'une approche diversifiée en actions. Le Canada devrait surperformer les É.-U. en contexte de taux en légère hausse. Dans les MÈ, nous privilégions les secteurs cycliques/valeurs (RAFI Fondamental, 2,3 %). Aux É.-U., nous privilégions les entreprises de haute qualité (MSCI Qualité, poids cible 4,5 %) versant des dividendes (Arist. div., 4 %) et l'indice équilibré (3 %) pour leurs propriétés diversifiées.
États-Unis	21%	35%	21.0%	0.0%	33%	-1.6%	
EAE0	12%	20%	12.6%	0.6%	20%	0.0%	
Marchés émergents	6%	10%	6.3%	0.3%	10%	0.0%	
<b>Alternatifs</b>							
Protection contre l'inflation	0%	0%	2.0%	2.0%	40%	40%	L'environnement macroéconomique reste favorable à l'or, avec des taux d'intérêt réels qui devraient demeurer négatifs et une dépréciation du dollar américain. En conséquence, les TIPS devaient surperformer leurs homologues nominaux, en plus d'offrir une protection plus directe contre l'inflation et une faible volatilité. Cette répartition des actifs offre une faible corrélation avec les actifs traditionnels.
Or	0%	0%	3.0%	3.0%	60%	60%	
Revenus non traditionnels	0%	0%	0.0%	0.0%	0%	0%	
Stratégies non corrélées	0%	0%	0.0%	0.0%	0%	0%	
<b>Devises</b>							
Dollar canadien	61%	-	57.0%	-4.0%	-	-	Notre stratégie de portefeuille globale nous place surpondéré en dollars américains par rapport à notre indice de référence, uniquement en raison de notre position en or. Bien que notre scénario de base soit cohérent avec une légère appréciation du dollar canadien, nous maintenons ce positionnement à des fins de gestion des risques puisque l'or en CAD offre des propriétés historiques plus attrayantes du point de vue de la construction du portefeuille.
Dollar américain	21%	-	24.0%	3.0%	-	-	
Euro	5%	-	4.8%	0.3%	-	-	
Yen japonais	3%	-	3.2%	0.2%	-	-	
Livre sterling	2%	-	1.8%	0.1%	-	-	
Autres	9%	-	9.2%	0.5%	-	-	

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@nbc.ca

#### Martin Lefebvre

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

#### Louis Lajoie

Stratège en investissement  
louis.lajoie@bnc.ca

#### Simon-Carl Dunberry

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

#### Nicolas Charlton

Analyste  
nicolas.charlton@bnc.ca

### Général

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

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

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

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

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

© 2021 Banque Nationale Investissements inc. Tous droits réservés. Toute reproduction totale ou partielle est strictement interdite sans l'autorisation préalable écrite de Banque Nationale Investissements inc.

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