

## De Twilight Zone...

Il y a quelques semaines seulement, nous discutons du fait que nous ne voyions aucun motif pour que le cycle économique américain s'arrête. La principale raison était qu'il n'y a jamais eu de récession sans que la politique monétaire soit restrictive, et que la politique actuelle était alors très accommodante, avec des taux réels inférieurs à 0 %.

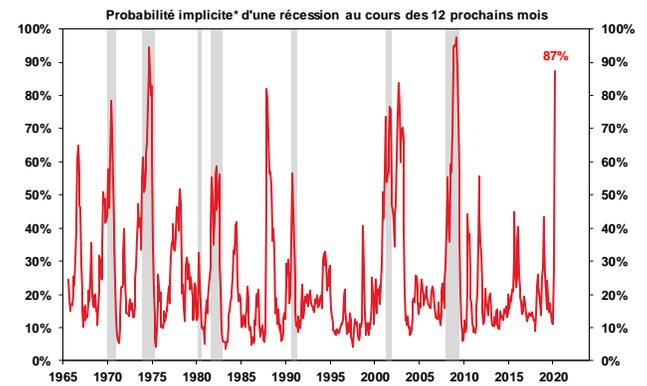
Aujourd'hui, nous ne parlons pas de « si » ou de « quand » une récession, mais plutôt de sa durée et de sa profondeur. La chute de près de 30 % du marché boursier, la plus rapide depuis 1987, en témoigne certainement. Pourquoi en est-on arrivé là et pourquoi si vite ? Alors que la racine de la déroute du marché se trouve dans la pandémie de Covid-19, l'ampleur de la correction est liée à une multitude de chocs négatifs allant d'une propagation rapide de la maladie en Europe, de nombreuses erreurs politiques de la part des politiciens et des autorités monétaires et d'une guerre des prix entre l'Arabie Saoudite et la Russie, qui a fait chuter les cours du pétrole, jusqu'à la désinformation qui se propage dans les médias sociaux et qui nuit aux efforts des gouvernements. Le dénominateur commun dans tous ces facteurs ? L'incertitude.

## ... à Opportunité ?

Malgré tout cela, si nous avons rapidement ramené notre exposition au risque à un niveau neutre au début de la crise, en réduisant la pondération des actions et en augmentant modérément les liquidités dans la plupart de nos solutions d'investissement, nous avons toujours été réticents à adopter une approche plus défensive. Aujourd'hui, nous voyons dans les niveaux actuels des classes d'actifs plus une opportunité qu'une menace. Les principales raisons sont les suivantes :

1. La rapidité et l'ampleur de la correction : si les marchés ont été quelque peu lents à intégrer le risque du virus sur la croissance économique mondiale, la rapidité et l'ampleur du récent repli suggèrent qu'une récession est désormais escomptée (graphique 1). La durée de la récession dépendra de la capacité des autorités budgétaires et monétaires à endiguer la crise, mais le rebond des rendements obligataires par rapport à leur creux historique du 9 mars dernier laisse penser que les choses ont peut-être été exagérées.
2. Effort coordonné des banques centrales : si une baisse des taux d'intérêt n'est certainement pas un remède contre le virus, en cas de crise, elle peut permettre aux banques centrales de restaurer la confiance des investisseurs dans le système bancaire. À cette fin, des efforts sans précédent ont été déployés au cours des deux dernières semaines. Aux États-Unis plus spécifiquement, de nombreuses mesures ont été mises de l'avant. En plus d'abaisser son taux directeur de 150

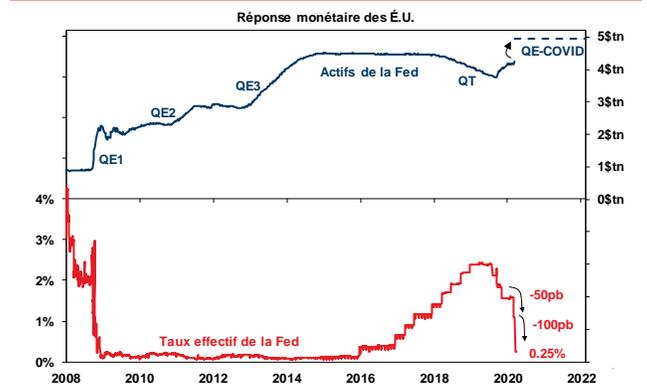
## 1 Une correction digne d'une récession envisagée



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv). Données en date du 17 mars 2020. \*Régression Logit sur le drawdown et momentum du S&P 500

points de base pour atteindre un creux historique entre 0 % à 0,25 %, la réserve fédérale augmentera ses avoirs en titres du Trésor et en titres adossés à des créances hypothécaires d'agences d'au moins 500 milliards de dollars et 200 milliards de dollars, respectivement (graphique 2). En outre, plusieurs mesures ont été mises de l'avant pour améliorer l'approvisionnement en liquidités en dollars US et pour soutenir le flux de crédit aux ménages et aux entreprises en donnant aux banques une plus grande flexibilité dans l'utilisation du taux d'escompte et en établissant un mécanisme de financement pour le papier commercial (CPFF). Des efforts similaires ont été portés par de nombreuses autres banques centrales dans le monde entier.

## 2 La politique monétaire américaine a réagi rapidement...

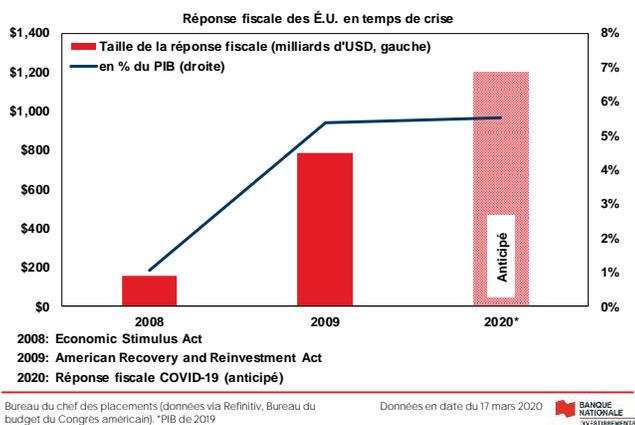


Bureau du chef des placements (données via Refinitiv). Données en date du 17 mars 2020

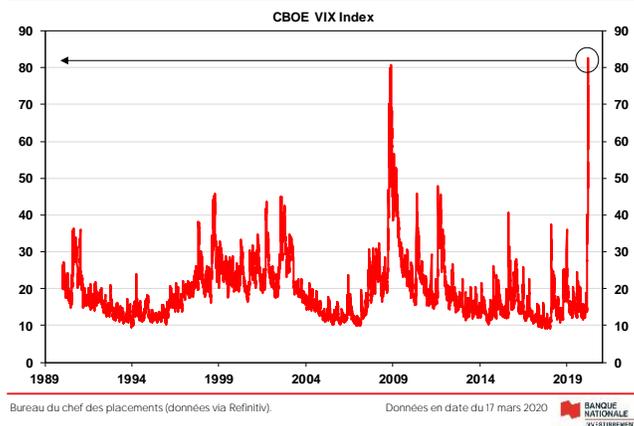
3. Il faut s'attendre à des mesures fiscales : si les efforts des banques centrales visent à garantir que les marchés financiers restent liquides et opérationnels, les

gouvernements doivent encore prendre des mesures claires pour aider les entreprises et les consommateurs à se maintenir à flot. Les derniers chiffres avancés suggèrent que l'administration Trump veut faire les choses en grand, avec un plan de relance de 1,2 billion de dollars US (graphique 3) qui pourrait potentiellement envoyer un chèque de 1000 dollars directement aux consommateurs. Une exonération de l'impôt sur les salaires est également envisagée.

**3 ... tandis que la politique fiscale jouera aussi un rôle**



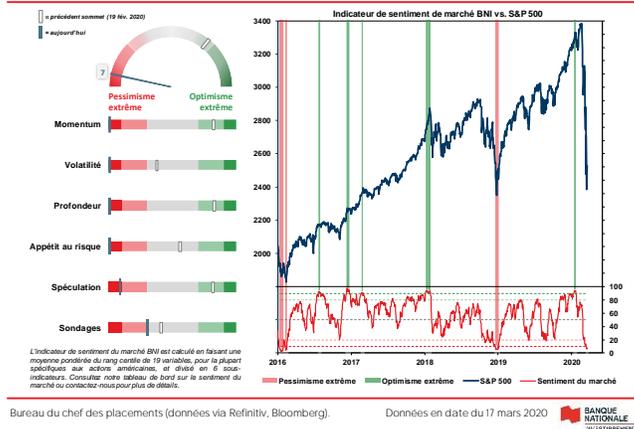
**5 Le VIX a atteint un sommet historique en mars**



mouvements quotidiens peuvent être contrebalancés le jour suivant. Bien que cette mesure pointe toujours vers l'incertitude, les niveaux élevés ont historiquement été mieux associés aux signaux d'achat, plutôt qu'aux signaux de vente.

6. Pessimisme extrême : notre propre indice du sentiment du marché (MSI) suggère que les investisseurs présentent des traits de pessimisme extrême, une situation qui a souvent conduit à un brusque retournement du marché (graphique 6).

**6 Le sentiment est entré en territoire de pessimisme extrême...**

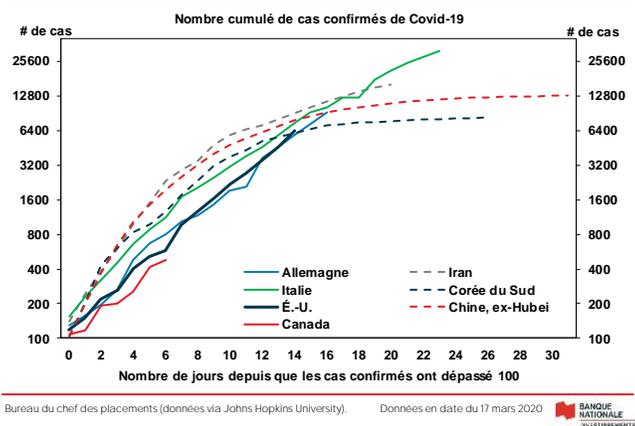


7. La prime de risque des actions est élevée : bien que les bénéfices n'aient pas encore été revus à la baisse, le rendement des bénéfices - c'est-à-dire l'inverse du ratio C/B - est aujourd'hui supérieur d'environ 7 % au rendement réel des obligations de référence (graphique 7, prochaine page). Comme la norme historique se situe plutôt autour de 4,5 %, cela devrait plus que compenser l'achat d'actions par les investisseurs à long terme.

Pour l'instant, nous continuons à penser qu'un positionnement neutre est justifié, car le risque d'avoir tort reste beaucoup plus coûteux que la récompense

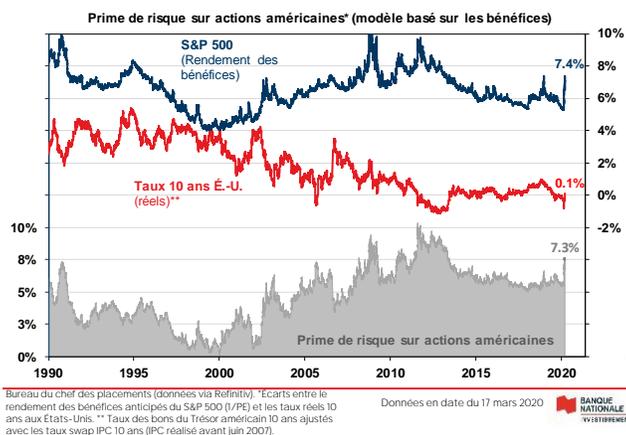
4. Les mesures de confinement fonctionnent : à en juger par l'expérience asiatique, les mesures de quarantaine sont efficaces pour contenir la propagation du Covid-19 si les autorités agissent rapidement (graphique 4). L'Europe et les États-Unis ont peut-être été lents à réagir, mais maintenant que les gouvernements prennent la menace au sérieux, il y a encore une chance que l'infection soit contrôlée avant le point de non-retour.

**4 La quarantaine semblent fonctionner en Asie**



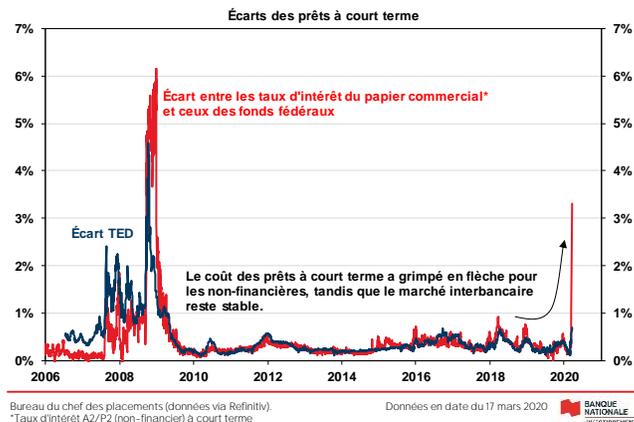
5. La volatilité a atteint un nouveau sommet : l'indice VIX, ce que les marchés financiers appellent la jauge de la peur, a atteint un sommet historique en mars (graphique 5). Dans ce cas, les mouvements du marché ont tendance à devenir imprévisibles et les

**7 ... alors que la PRA semble de plus en plus attrayante**



un pas dans la bonne direction, mais les écarts de crédit n'ont pas encore diminué (graphique 8).

**8 Le coût du financement devra s'améliorer**



potentielle d'avoir raison (tableau 1). Avant d'envisager un changement de nos solutions d'investissement, plusieurs choses devront se produire :

1. Le plus important est que le taux de croissance des nouveaux dossiers Covid-19 en Europe et en Amérique du Nord commence à montrer des signes de plafonnement. Nous suivrons la situation de près et chercherons un point d'inflexion.
2. Des mesures fiscales concrètes visant à aider les travailleurs et les entreprises doivent être adoptées.
3. Nous chercherons à clarifier les fondamentaux de l'offre et de la demande de pétrole brut.
4. Bien que le besoin d'ajouter du risque augmente à mesure que nous approchons du soutien technique pour de nombreux indices boursiers, le marché doit se consolider (former un fond) autour des niveaux actuels.
5. Le flux de crédit pour les ménages et les entreprises doit être restauré. La création du CPFF par la Fed est

Tableau 1 Marchés baissiers du S&P 500 - Rendements suite à une baisse de 29% (1950-2020)

Sommet	Baisse atteint -29%	# jours pour atteindre le -29%	Rendement cum. sur les prochains:			
			• 3 mois	• 6 mois	• 12 mois	• 24 mois
1956-08-02	--	--	--	--	--	--
1961-12-12	--	--	--	--	--	--
1966-02-09	--	--	--	--	--	--
1968-11-29	1970-05-13	378	0%	10%	36%	43%
1973-01-11	1974-07-02	383	-23%	-21%	9%	17%
1980-11-28	--	--	--	--	--	--
1987-08-25	1987-10-19	39	9%	21%	21%	54%
2000-03-24	2001-09-17	386	8%	12%	-14%	-4%
2007-10-09	2008-09-29	254	-22%	-27%	-3%	0%
2020-02-19	2020-03-16	18	--	--	--	--
Moyenne:		243	-6%	-1%	10%	22%

Bureau du Chef des placements (données via Refinitiv)

Données en date du 17 mars 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.