



INVESTIR

3 octobre 2016

# Stratégie de répartition de l'actif

## Entre l'arbre et l'écorce

### Martin Lefebvre

Chef des placements et stratégie  
(514) 412-8572  
[martin.lefebvre@bnc.ca](mailto:martin.lefebvre@bnc.ca)

### Simon-Carl Dunberry

Analyste principal  
(514) 412-8384  
[simon-carl.dunberry@bnc.ca](mailto:simon-carl.dunberry@bnc.ca)

### Faits saillants

- Les bons du Trésor américain ont largement profité d'un environnement favorable au cours des dernières années. Non seulement des risques globaux tels que le Grexit et Brexit ont poussé la Fed à constamment repousser ses projets de resserrement monétaire, mais ils ont aussi stimulé la demande mondiale pour les actifs sécuritaires. Le fait que certaines institutions financières européennes sont confrontées à des difficultés liées aux banques centrales trop accommodantes ne fait qu'augmenter la demande de bons du Trésor et crée un cercle vicieux.
- Nous proposons une sous-pondération des produits à revenu fixe tout en suggérant une position défensive vis-à-vis le risque de durée. Nous ne prévoyons pas de ralentissement économique majeur dans les prochains mois. Ce faisant, nous pensons que d'être plus agressif côté crédit donnera aux investisseurs de meilleures perspectives de rendement puisque cette stratégie a l'avantage d'offrir des rendements plus élevés, tout en atténuant l'impact d'une hausse potentielle des taux directeurs.
- Il y a trop d'incertitude concernant l'entente de l'OPEP pour que celle-ci ait un impact sur les hypothèses à long terme. Ce faisant, nous pensons que la plage de prix, définie depuis le deuxième trimestre de 2016, devrait persister pendant le reste de l'année.
- Les investisseurs ne s'attendent pas à un ralentissement économique aux États-Unis, ils font donc le pari que les marchés boursiers vont surperformer leurs homologues à revenu fixe, et pour une bonne raison, les statistiques leur donnent raison. Depuis 1975, les actions ont supplanté les obligations par une moyenne d'environ 6 % sur une base annuelle lorsqu'il n'y a pas de récession alors que le revenu fixe prend le dessus par 11 % en période de ralentissement. Bien que nous n'anticipions pas à un tel écart pour favorable l'année prochaine, nous pensons que les obligations vont faire face à plus de difficultés. En conséquence, nous suggérons de garder quelques liquidités à portée de main afin d'en prendre avantage le temps venu.

Tableau 1 Répartition globale de l'actif

Classes d'actifs	Poids				
<b>Liquidités</b>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<b>Obligations</b>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<b>Actions</b>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<b>Obligations</b>					
<b>Fédérales</b>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<b>Catégorie Investissement</b>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<b>Rendement Élevé (USD)</b>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<b>Revenus non-traditionnels</b>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<b>Actions Mondiales</b>					
<b>S&amp;P/TSX</b>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<b>S&amp;P 500 (USD)</b>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<i>Croissance vs. Valeur</i>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<i>Grandes vs. Petites Capitalisations</i>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<i>Défensif vs. Cyclique</i>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<b>MSCI EAFE (USD)</b>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<b>MSCI EM (USD)</b>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<b>Produits Alternatifs</b>					
<b>Couverture de devises</b>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<b>Matières Premières</b>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<i>Pétrole/Énergie</i>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<i>Métaux de Base</i>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<i>Or</i>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<b>Fonds de Couverture</b>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<b>Fonds Immobiliers / Infrastructure</b>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Source: Comité d'investissement consultatif

Répartition Actuelle  
 Répartition du mois passé

## Revue des marchés

## Revenu fixe

- Mouvements en dents-de-scie pour les obligations gouvernementales alors que la BCE et la BoJ ont annoncé une analyse approfondie de leur politique monétaire, poussant les taux de rendement obligataires à la hausse. Par contre, la tendance s'est renversée lorsque la carte de pointage (ou « dot plot ») de la Fed a signalé une hausse de moins en 2017.
- Le revenu fixe canadien a mieux fait que ses homologues mondiaux, conséquence des commentaires très accommodants du gouverneur Poloz réduisant les attentes pour les perspectives de croissance du pays. Les taux de rendement 10-ans ont clôturé le mois à 1,0 % (en baisse de 0,3 %)

## Actions canadiennes

- Le secteur de l'énergie a bénéficié de l'appréciation du prix du pétrole brut suite à un accord préliminaire entre les membres de l'OPEP consistant à plafonner leur production.
- Les matériaux ont quant à eux profité d'une forte performance des produits de base, en particulier les métaux industriels qui se sont appréciés en moyenne de 5,0 % en septembre.

## Actions américaines

- La diminution du nombre de hausses anticipées par la Fed en 2017 a contribué au rebond des marchés boursiers suite à une contre-performance au début du mois pour fermer à 2168.
- Aucune tendance claire n'a été constatée parmi les cycliques ou les défensives alors que leurs secteurs respectifs ont offert un mélange de performances positives et négatives.
- Les services publics poursuivent sur leur tendance haussière, conséquence des projections de taux à long terme inférieures qui stimulent leurs projections de bénéfices.

## Matières premières

- Forte performance du pétrole brut suite à l'accord de l'OPEP, qui a aussi contribué à freiner la spéculation des vendeurs à découvert.
- Stimulé par la croissance des importations de concentré provenant de la Chine, le cuivre est maintenant en territoire positif pour l'année.
- Aucune tendance claire sur l'or depuis juin. Les prix sont demeurés à l'intérieur d'une fourchette de prix très serrée de 20 \$ entre 1300 \$/oz et 1320 \$/oz.

## Devises

- Pas de grands mouvements pour le dollar américain qui est toujours coincé à des niveaux post-Brexit. Les commentaires du Gouverneur Poloz concernant ses attentes réduites vis-à-vis la croissance ont compensé la pression à la hausse de l'appréciation des cours du brut.

Tableau 2 Rendement total des marchés

Classes d'actifs	Septembre	AÀD	2015
<b>Liquidités (T-bills 3 mois)</b>	0.0%	0.4%	0.6%
<b>Obligations (FTSE/TMX Univ.)</b>	<b>0.2%</b>	<b>5.3%</b>	<b>3.5%</b>
FTSE/TMX Court terme	0.3%	1.5%	2.6%
FTSE/TMX Moyen terme	0.4%	4.9%	4.9%
FTSE/TMX Long terme	0.1%	10.8%	3.8%
FTSE/TMX Gouvernement	0.2%	5.1%	3.8%
Fédéral	0.1%	3.4%	3.7%
Provinces	0.3%	7.0%	4.1%
Munis	0.3%	6.1%	3.2%
FTSE/TMX sociétés	0.4%	5.7%	2.7%
AA+	0.3%	2.8%	3.0%
A	0.3%	6.7%	2.6%
BBB	0.6%	6.8%	2.5%
BoAML High-Yield (\$US)	0.6%	15.3%	-4.6%
Actions privilégiées	-0.1%	1.6%	-14.9%
<b>Canada (S&amp;P/TSX)</b>	<b>1.2%</b>	<b>15.8%</b>	<b>-8.3%</b>
Énergie	3.9%	26.6%	-22.9%
Industriels	-0.1%	16.6%	-11.1%
Financières	0.6%	11.3%	-1.7%
Matériaux	2.6%	50.6%	-21.0%
Serv. Publics	0.6%	18.1%	-3.5%
Cons. Disc	1.3%	9.0%	-1.5%
Cons. Base	-3.8%	9.1%	12.4%
Santé	-10.0%	-69.8%	-15.6%
Technologie	1.2%	5.8%	15.6%
Télécom	0.4%	18.0%	3.6%
S&P/TSX petites cap.	3.1%	34.3%	-13.3%
<b>États-Unis (S&amp;P500 / \$ US)</b>	<b>0.0%</b>	<b>7.8%</b>	<b>1.4%</b>
Énergie	3.1%	18.7%	-21.1%
Industriels	-0.1%	10.9%	-2.5%
Financières	-2.7%	1.4%	-1.5%
Matériaux	-1.3%	11.4%	-8.4%
Serv. Publics	0.4%	16.1%	-4.8%
Cons. Disc	-0.3%	3.6%	10.1%
Cons. Base	-1.5%	7.6%	6.6%
Santé	-0.5%	1.4%	6.9%
Technologie	2.4%	12.5%	5.9%
Télécom	-0.9%	17.9%	3.4%
Russell 2000 (\$ US)	0.9%	10.2%	-5.7%
<b>Actions mondiales (MSCI ACWI)</b>	<b>0.7%</b>	<b>7.1%</b>	<b>-1.8%</b>
MSCI EAFE (\$ US)	1.3%	2.2%	-0.4%
MSCI EM (\$ US)	1.3%	16.4%	-14.6%
<b>Mat. Premières (CRB index)</b>	<b>-0.1%</b>	<b>7.4%</b>	<b>-14.4%</b>
Pétrole WTI (\$US/baril)	7.9%	29.7%	-30.9%
Or (\$US/once)	1.0%	24.4%	-10.4%
Cuivre (\$US/tonne)	5.3%	3.0%	-26.1%
<b>Devises (DXY - US Dollar index)</b>	<b>-0.6%</b>	<b>-3.2%</b>	<b>9.3%</b>
USD par EUR	0.9%	3.5%	-10.2%
CAD par USD	0.2%	-5.1%	19.1%

Source: Datastream

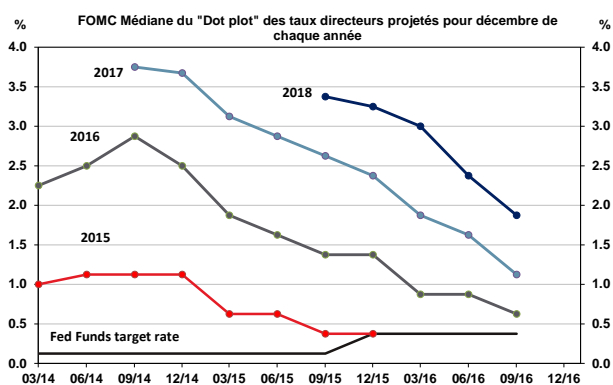
09/30/2016

### Revenu fixe : est-ce que la Fed jouera les trouble-fêtes?

Tel que prévu, la Fed a décidé de ne pas agir suite à la réunion de septembre. Toutefois, le résultat s'est avéré moins consensuel que prévu avec trois membres dissidents favorisant une hausse. La déclaration suivant l'annonce a été considérée relativement favorable à une action restrictive très bientôt puisque « le comité juge que le cas d'une augmentation du taux des fonds fédéraux s'est renforcé » et les risques pour les perspectives économiques étaient "équilibrés". La situation actuelle est étrangement similaire à celle de 2015, et la table est maintenant mise pour un resserrement monétaire en décembre.

Pourquoi ne pas avoir haussé les taux tout de suite? Par le passé, le FOMC a reporté son resserrement monétaire en raison de mauvais chiffres économiques ou des risques globaux. Il semble que cette fois-ci, ce soit différent puisque la présidente de la Fed, Janet Yellen, a souligné que le Comité estime que le marché du travail a « encore un peu d'espace pour croître davantage » et que la sous-utilisation de la main-d'œuvre diminue alors qu'il n'y a pas de signes de surchauffe économique. À ce titre, le Comité a estimé qu'il avait le luxe d'attendre pour confirmer que l'économie est sur la bonne voie et poursuit son rebond après les nouvelles économiques décevantes de la première moitié de 2016. La raison pour laquelle les rendements obligataires du Trésor ont faibli après l'annonce est due à un « dot plot » très accommodant dans le résumé des projections économiques de la banque centrale qui prévoit seulement deux augmentations pour 2017 (contre trois dans le « dot plot » de juin, graphique 1).

#### La Fed repousse constamment ses plans de hausse de taux



Source: minutes du FOMC

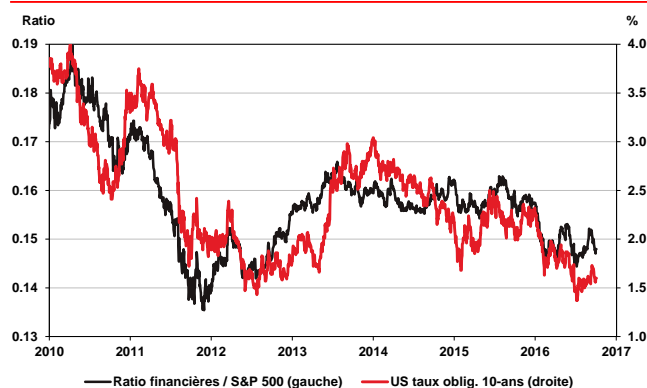
1



Bien que le rythme des hausses anticipées semble ralentir de plus en plus, nous pensons que les titres à revenu fixe devront faire face à un grand nombre de vents contraires au cours des prochains mois. D'une part, les grandes banques centrales, comme la BCE et la BoJ mettent maintenant leur stratégie de QE sous la loupe afin de déterminer si c'est l'approche optimale. Les achats à grande échelle d'obligations ont eu pour effet de faire baisser les rendements sur les échéances à long terme de la courbe, ce qui a eu pour conséquence involontaire de diminuer sensiblement les

avantages prévus d'une politique monétaire accommodante. L'un de ces effets a été un affaiblissement continu de la santé du secteur financier (graphique 2).

#### L'impact des taux long-terme sur les financières est important



Source: Datastream

2



L'aplatissement de la courbe de rendement affecte les compagnies d'assurance et les fonds de pension qui ont des allocations importantes aux produits à revenu fixe long terme, qui correspondent mieux à leurs engagements financiers. Les banques profitent également généralement d'une courbe de taux en pente ascendante puisque leurs actifs sont principalement des prêts et des titres financiers alors que leurs passifs sont de nature à court terme (dépôts). L'environnement actuel a des répercussions négatives sur leurs revenus et, par conséquent, force les institutions à réduire leur prise de risque en restreignant leurs activités telles que l'expansion du crédit pouvant soutenir la reprise qui, à son tour, pourrait générer de l'inflation. Ceci, bien sûr, va à l'encontre de l'objectif initial des banques centrales.

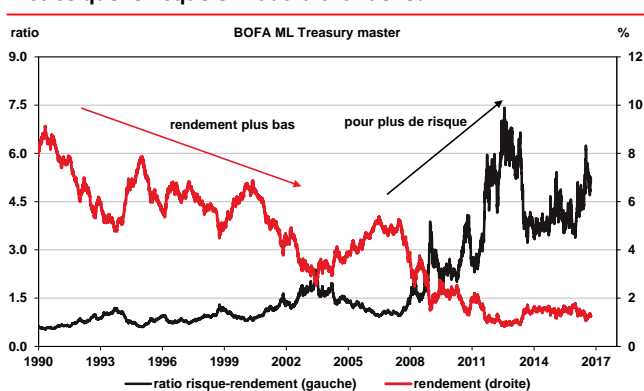
En outre, la BCE ne peut pas ignorer les problèmes auxquels certaines institutions européennes telles que la Deutsche Bank et le secteur financier italien sont confrontés. M. Draghi est bien conscient que la poursuite de la stratégie actuelle est vouée à l'échec. Bien que le résultat final de l'analyse de l'assouplissement quantitatif est encore inconnu pour le moment, le fait que les banques centrales revoient leur stratégie ou font face à la critique vis-à-vis leur politique monétaire va certainement donner à réfléchir aux investisseurs vis-à-vis les titres à revenu fixe, qui bénéficient d'une certaine forme de complaisance découlant d'un environnement extrêmement accommodant.

Les bons du Trésor américain en ont aussi largement profité au cours des dernières années. Non seulement des risques globaux tels que le Grexit et Brexit ont poussé la Fed à constamment repousser ses projets de resserrement monétaire, mais ils ont aussi stimulé la demande mondiale pour les actifs sécuritaires. Le fait que certaines institutions financières européennes sont confrontées à des difficultés liées aux banques centrales trop

accommodantes ne fait qu'augmenter la demande de bons du Trésor et crée un cercle vicieux.

Cet appétit pour les obligations gouvernementales américaines a grandement affecté leur rendement risque-récompense et aux niveaux actuels, un investisseur ne génère tout simplement pas assez de revenus pour le risque encouru (graphique 3). Les taux de rendement dix-ans semblent avoir des difficultés à franchir le seuil de 1,5 %. Ce faisant, les investisseurs sont vulnérables, non seulement parce qu'un resserrement monétaire augmente la probabilité que ceux-ci rebondissent, mais parce que leurs investissements seront aussi plus sensibles à ces mouvements, amplifiant ainsi le potentiel de pertes. Même si la Fed reculait encore une fois et devenait encore une fois plus accommodante que ce qui est actuellement prévu, l'inflation devrait se pointer le bout du nez très bientôt, ce qui diminuerait considérablement les rendements en termes réels.

### Est-ce que le risque en vaut la chandelle?



Source: Datastream  
3



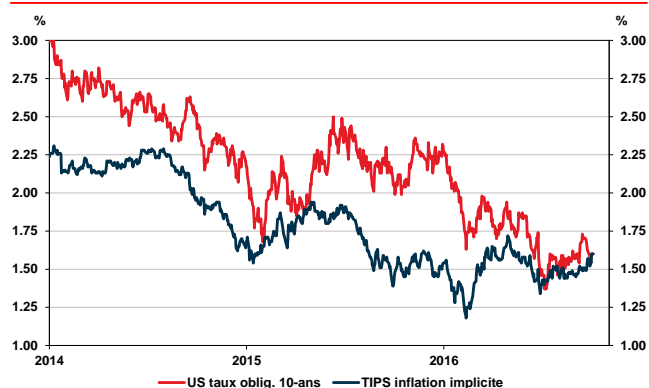
Par conséquent, nous proposons une sous-pondération des produits à revenu fixe tout en suggérant une position défensive vis-à-vis le risque de durée. Nous ne prévoyons pas de ralentissement économique majeur dans les prochains mois. Ce faisant, nous pensons que d'être plus agressif côté crédit donnera aux investisseurs de meilleures perspectives de rendement puisque cette stratégie a l'avantage d'offrir des rendements plus élevés, tout en atténuant l'impact d'une hausse potentielle des taux directeurs.

Une façon d'investir dans des obligations à plus longue durée serait par le biais de bons du Trésor indexés à l'inflation (TIPS). Les effets transitoires des faibles niveaux des cours énergétiques sur l'inflation commencent à s'estomper, les TIPS offrent donc une certaine forme de protection contre un tel scénario et les niveaux sont encore attractifs pour investir (graphique 4).

### Matières premières : Rien n'est joué d'avance pour l'OPEP

A la surprise générale l'Arabie saoudite et l'Iran ont surmonté leur antipathie naturelle l'un envers l'autre pour entériner un accord de principe limitant la production globale de brut de l'OPEP à 32,5-33,0 millions de barils par jour. L'accord devrait être finalisé le 30

### Si l'effet de la baisse du pétrole s'estompe, privilégiez les TIPS



Source: Datastream  
4



novembre à Vienne. Cependant, nous ne pensons pas que la nouvelle va permettre au pétrole de s'apprécier de manière importante d'ici la fin de l'année, et ce, pour de nombreuses raisons :

1. L'encre n'est même pas tout à fait sèche qu'il y a déjà des dissensions provenant de l'Irak, qui fait valoir que son plafond est d'environ 300 000 barils par jour inférieur à ce qu'il devrait être, cela représente à peu près la moitié de ce que l'OPEP prévoit couper pour 2017. Le pays menace de faire dérailler l'ensemble du processus s'il n'y a aucun changement avant la prochaine réunion.
2. L'accord exclut la Libye et le Nigeria, qui font face à des contraintes opérationnelles temporaires et permet une certaine croissance de la production en Iran et au Venezuela tandis que l'Arabie saoudite est soumise à un plafond de production rigide. L'écart restant doit être comblé par les autres membres pour atteindre l'objectif final du cartel. Si la croissance de la production est trop élevée dans les pays où une certaine marge de manœuvre est autorisée, nous nous attendons à ce que d'autres pays protestent ou essayent de renégocier les termes car cela impliquerait un trop grand sacrifice pour eux.
3. Ces ententes n'ont jamais été respectées à cent pour cent et les membres du cartel trichent de manière assez régulière. Nous doutons pour cette raison que l'accord actuel soit une exception.

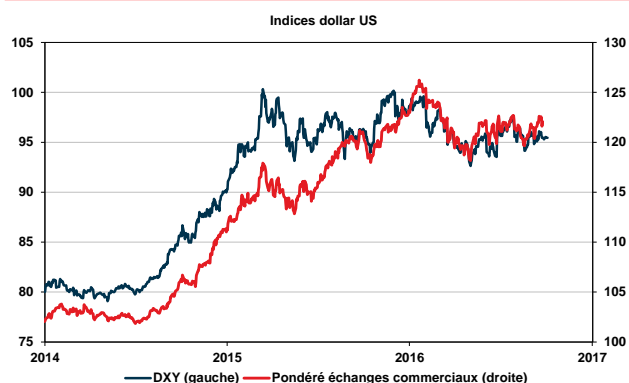
Cet accord va à l'encontre de tout le travail que l'OPEP a effectué depuis 2014. L'objectif implicite était de gagner des parts de marché en mettant de la pression sur les producteurs américains en faisant tomber les cours du brut et attaquer leurs marges bénéficiaires, permettant ainsi de laisser les forces du marché rééquilibrer l'offre et la demande. Si l'accord est finalement signé et les coupes sont mises en œuvre (et respectées), tout ce dur travail disparaîtrait et le secteur énergétique des États-Unis aurait tout à gagner en prenant des parts de marché. Même si cette entente est toujours considérée fragile, ses effets à court terme

seront d'établir un support sur les prix et amener une diminution de la spéculation anticipant des baisses de prix importantes. Pour l'instant, il y a trop d'incertitude pour que les nouvelles aient un impact sur les hypothèses à long terme. Ce faisant, nous pensons que la plage de prix, définie depuis le deuxième trimestre de 2016, devrait persister pendant le reste de l'année.

### Devises : Toujours neutre

Les niveaux du dollar américain vis-à-vis les autres devises majeures n'ont pas beaucoup bougé depuis le premier trimestre 2016 (graphique 5). Bien que la divergence de politique monétaire entre la Fed et d'autres grandes banques centrales puisse mettre une certaine pression à la hausse sur le dollar, le fait que les responsables de la Fed augmentent la rhétorique prônant une action en atténuera ses effets lorsque la nouvelle arrivera. Dès lors, nous pensons que la tranche de prix définie depuis le début de l'année est susceptible de persister et nous proposons une position neutre.

#### Aucune tendance claire



Source: Datastream  
5



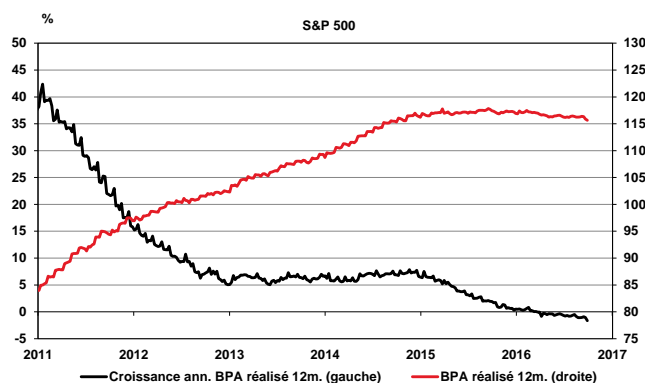
Le huard, quant à lui, est demeuré relativement stable depuis mai et fait face à une situation similaire à son homologue du sud puisque nous ne prévoyons pas de changements majeurs dans un avenir rapproché. La devise est actuellement confrontée à deux forces contradictoires. D'un côté, le gouverneur de la BdC, monsieur Poloz, a indiqué que les anticipations de croissance canadiennes sont trop élevées, limitant ainsi le potentiel d'appréciation du dollar canadien. Cependant, de l'autre côté, l'accord de l'OPEP a le potentiel de donner un second souffle à un secteur énergétique qui en a bien besoin. Par conséquent, nous vous conseillons de prendre une approche neutre en ce qui concerne les couvertures de change en attendant que des occasions à un niveau attractif se présentent.

### Marchés boursiers : la prudence est de mise

Septembre semble être l'exemple parfait de ce qui nous attend dans les prochains mois. Nous avons assisté à une contre-performance liée à une aversion au risque au début du mois car les investisseurs craignaient que les politiques des grandes banques centrales mondiales soient moins accommodantes, pour finalement rebondir vers leur niveau initial suite à l'annonce de la

Fed. Le tout est symptomatique d'un manque de dynamisme des bénéfices ajouté à des ratios boursiers peu attractifs. Les bénéfices anticipés du troisième trimestre devraient maintenant être négatifs vis-à-vis la même période en 2015, ce qui marquerait le sixième trimestre consécutif de croissance négative et ferait glisser le ratio des bénéfices par action encore plus bas (graphique 6).

#### Le manque de momentum côté bénéfices n'aide pas le S&P500



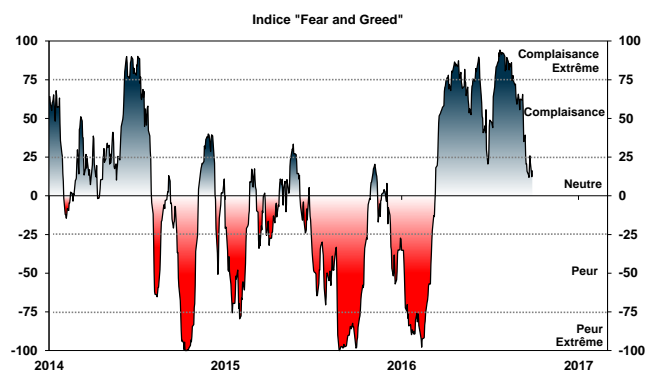
Source: Datastream  
6



Quand les profits ne sont pas au rendez-vous, les investisseurs deviennent plus sensibles aux nouvelles défavorables (graphique 7) et les marchés boursiers sont soumis à une volatilité accrue. L'environnement sous-jacent ne favorise aucune amélioration sur un horizon à court terme, puisque nous nous attendons à des vents contraires découlant d'une Fed moins accommodante ainsi que de l'incertitude en ce qui concerne les résultats de l'élection présidentielle américaine.

Sur la scène mondiale, bien que nous ne prévoyons pas une récession, la croissance est encore considérée comme décevante et peu propice à l'augmentation des revenus. L'Italie doit non seulement faire face à des problèmes en ce qui concerne son système bancaire, mais aussi un référendum sur la réforme constitutionnelle (dont un « non » évincerait le premier ministre actuel et générerait encore plus d'incertitude).

#### Pas de panique, mais pas de confiance non plus



Source: Datastream  
7



À la lumière de tous ces défis, pourquoi maintenir un investissement dans les actions? En premier lieu, bien que les bénéfices ne soient pas au rendez-vous, nous nous attendons à ce que ceux-ci finissent par rebondir au cours de 2017 (graphique 8). Il y a aussi très peu d'alternatives permettant de générer des rendements attrayants sur une base régulière. La prime de risque des actions est élevée, principalement parce que les taux sans-risque sont faibles. Les investisseurs ne s'attendent pas à un ralentissement économique aux États-Unis, ils font donc le pari que les marchés boursiers vont surperformer leurs homologues à revenu fixe, et pour une bonne raison, les statistiques leur donnent raison. Depuis 1975, les actions ont supplanté les obligations par une moyenne d'environ 6 % sur une base annuelle lorsqu'il n'y a pas de récession alors que le revenu fixe prend le dessus par 11 % en période de ralentissement (graphique 9).

Bien que nous n'anticipions pas un écart de 6 % pour l'année prochaine, nous pensons que les obligations vont faire face à plus de difficultés. En conséquence, nous suggérons de garder quelques liquidités à portée de main afin d'en prendre avantage le temps venu.

Notre positionnement est neutre sur les actions, mais le plancher implicite fixé sur les prix de l'énergie par l'accord de l'OPEP ajouté à la perspective de plan fiscal ou d'investissements en infrastructure des gouvernements ainsi que le retour éventuel de l'inflation pourrait générer de meilleures perspectives de rendement pour le S&P/TSX vis-à-vis le S&P 500, puisque celui-ci a une plus grosse représentation dans les matières premières.

Nous pensons que les secteurs défensifs vont sous-performer car ils sont vulnérables à une Fed moins accommodante. Les secteurs de début de cycle, notamment le secteur financier, seraient bien positionnés pour en prendre avantage puisque les marges de profits des banques et des compagnies d'assurance en seraient améliorées.

### Les perspectives sont meilleures à long-terme

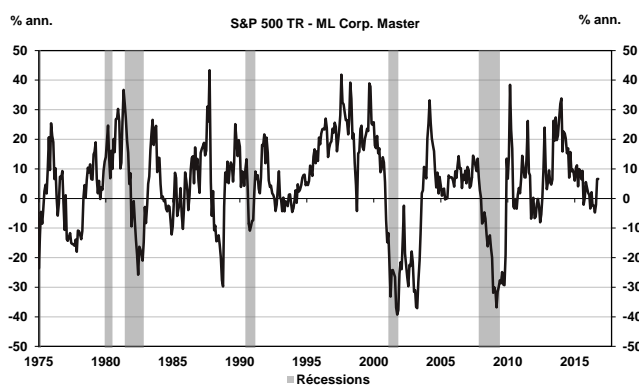


Source: Datastream

8



### Sans récession, les probabilités favorisent des actions



Source: Datastream

9



Financière Banque Nationale est une filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada qui est une société ouverte inscrite à la cote de la Bourse de Toronto (NA : TSX). Les renseignements contenus aux présentes ont été obtenus de sources que nous croyons fiables mais ne sont pas garantis par nous et pourraient être incomplets. Les opinions exprimées sont basées sur notre analyse et interprétation de ces renseignements et ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation d'offre d'achat ou de vente des valeurs ci-mentionnées. La Firme peut agir à titre de conseiller financier, d'agent fiscal ou de souscripteur pour certaines des compagnies mentionnées aux présentes et peut recevoir une rémunération pour ses services. La Firme et/ou ses officiers, administrateurs, représentants, associés peuvent être détenteurs des valeurs mentionnées aux présentes et peuvent exécuter des achats et/ou des ventes de ces valeurs de temps à autre sur le marché ou autrement.