



INVESTIR

4 décembre 2014

Stratégie de répartition de l'actif

2015... mais rien n'a vraiment changé

MARTIN LEFEBVRE

Stratège Placement
514 412-8572
martin.lefebvre@bnc.ca

Revue des marchés

Novembre a été un bon mois pour la plupart des grandes classes d'actifs. Avec l'augmentation des indications prospectives de la Banque centrale européenne (BCE) et une baisse de taux surprise de la Banque populaire de Chine, la forte remontée des actions depuis le creux d'octobre s'est poursuivie tout au long du mois dernier. La résilience de l'économie américaine a contribué à ce que l'indice des prix S&P 500 progresse de 2,7 % au cours de la période, portant son cumul sur douze mois à plus de 17 %. En Europe, le marché boursier allemand a récupéré la quasi-totalité de ses pertes de l'été, avec un saut de 9,5 % en novembre en devises locales. Les actions canadiennes ont commencé le mois sur une bonne note, mais la forte baisse des prix du pétrole à la fin de la période a limité les gains à 1,1 %. Le dollar a continué à s'apprécier contre la plupart des principales devises. Ceci, combiné à la décision de l'OPEP de ne pas réduire sa production de pétrole, a poussé le prix du pétrole sous la barre des 70 \$ US le baril. Les attentes plus faibles d'inflation se sont reflétées dans les obligations, les rendements américains à 10 ans testant leurs creux annuels.

Stratégie de répartition de l'actif

- **Reprise fragile mais continue:** L'économie européenne est anémique. Bien que la situation soit assez préoccupante, elle doit être considérée comme positive pour les marchés boursiers puisque des efforts de relance plus soutenus seront certainement mis de l'avant.
- **Les actions dans une tendance séculaire:** À 17 fois les bénéfices anticipés, le marché américain n'est plus ce qu'on pourrait appeler une aubaine, mais tant que l'économie progressera, la croissance des bénéfices continuera à vous donner de la valeur pour votre argent. Dans l'ensemble, après deux années consécutives de croissance à deux chiffres dans les actions américaines, nous nous attendons à une performance un peu moins prononcée en 2015.
- **Dollar US (plus) fort:** La différenciation de croissance et l'impact sur les anticipations de taux d'intérêt sont tous en faveur d'une poursuite de l'appréciation de l'USD.

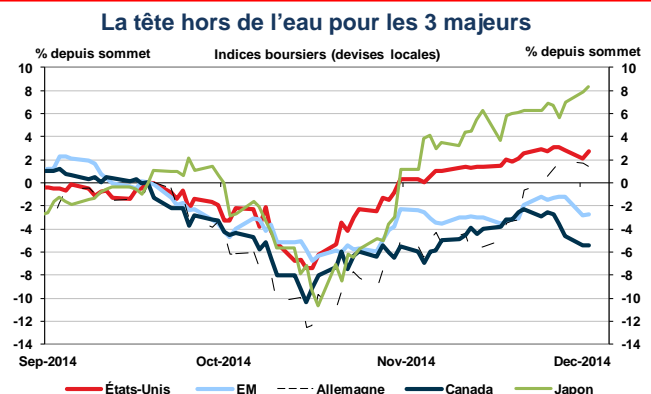
Tableau 1 Rendement total des marchés

Classes d'actifs	Nov.	AÀD*	12 mois
Liquidités (T-bills 3 mois)	0.1%	0.8%	0.9%
Obligations (Dex Univers)	1.5%	7.6%	7.1%
Dex fédéral	1.2%	5.9%	5.3%
Dex sociétés	1.2%	6.8%	6.5%
Dex BBB	1.3%	8.1%	7.7%
Actions mondiales** (\$ US)	1.7%	6.3%	8.2%
S&P/TSX	1.1%	10.1%	12.3%
S&P/TSX petites cap.	-0.1%	-3.4%	-0.8%
S&P500 (\$ US)	2.7%	13.9%	16.8%
Russell 2000 (\$ US)	0.0%	0.4%	2.2%
MSCI EAFE (\$ US)	1.4%	-1.4%	0.1%
MSCI EM (\$ US)	-1.1%	0.8%	-0.6%
Commodités (CRB index)	-0.9%	-0.4%	-1.8%
Pétrole WTI (\$US/baril)	-17.9%	-32.0%	-27.7%
Or (\$US/once)	1.4%	-0.7%	-4.3%
Cuivre (\$US/tonne)	-5.2%	-12.3%	-8.3%
Devises (JPM US Dollar index)	2.3%	8.1%	8.2%
USD par EUR	-0.5%	-10.0%	-8.9%
JPY par USD	5.6%	13.2%	16.4%
CAD par USD	1.3%	7.4%	7.5%

**MSCI AC

* 2014/12/02

GRAPHIQUE DU MOIS



1 Source: Datastream

BANQUE NATIONALE

Qu'est-ce qui a changé?

Nous en sommes maintenant à la sixième année de reprise et il semble que rien n'ait changé : la croissance mondiale est encore fragile, l'inflation est toujours inexistante, les banques centrales sont toujours en assouplissement, les rendements obligataires sont encore faibles et les actions surperforment toutes les classes d'actifs.

Que nous réserve 2015? Les actions américaines sont-elles coûteuses après un impressionnant rallye de 210 % sur six ans; les rendements obligataires atteindront-ils de nouveaux bas; avec l'effondrement des prix du pétrole, le résultat inévitable est-il la déflation; est-ce que la force du dollar US est révolue ou ne fait-elle que commencer? Cela veut-il dire que les prix des matières premières vont encore baisser? La liste est longue et les risques sont encore nombreux avec de multiples problèmes géopolitiques non résolus. Cependant, alors que notre scénario de base est que l'économie américaine restera le principal moteur de la croissance en 2015, le plus grand risque pour les marchés mondiaux est que l'activité soit en deçà des attentes.

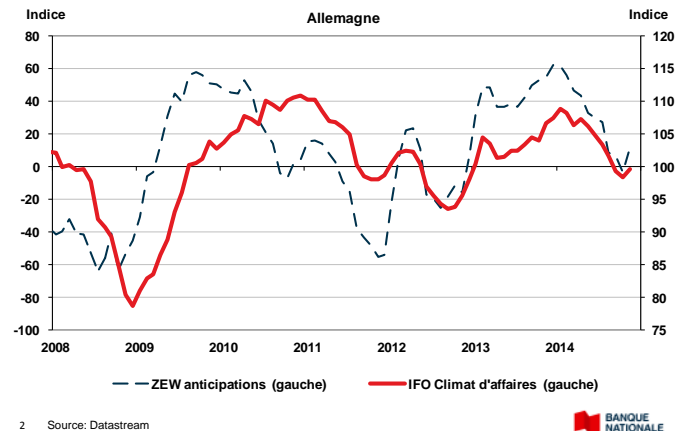
Reprise fragile, mais continue

L'économie européenne est anémique. Le nombre de demandes de prêts bancaires et la chute de la production industrielle en sont le reflet et, plus récemment, une importante diminution mensuelle des prix aux producteurs. Bien que la situation soit assez préoccupante, elle doit être considérée comme positive pour les marchés boursiers puisque des efforts de relance plus soutenus seront certainement mis de l'avant. Jusqu'à présent, la Banque centrale européenne (BCE) a assoupli sa politique monétaire par des taux de dépôt négatifs, des opérations ciblées de refinancement à long terme (TLTROs), des achats d'obligations sécurisées et de titres adossés à des actifs (ABS), et par un renforcement de l'orientation prospective, mais plusieurs autres mesures pourraient être mises en œuvre pour amener le bilan au niveau prévu. Le plus simple serait de poursuivre ces mesures à plus grande échelle ou sans limites définies, mais si cela ne suffit pas, la BCE devra s'engager à faire l'acquisition pure et simple d'obligations de sociétés souveraines et même d'obligations corporatives.

Si cela se produit, cela signifie, selon toute vraisemblance, que les risques de récession et de déflation ont été exagérés. Fait à noter, la hausse des principaux indicateurs tels que les indices Ifo (climat des affaires) et Zew (sentiment du marché) démontrent que l'économie a peut-être déjà entamé un virage (graphique 2).

Il y a un ralentissement également du côté de l'Asie, mais la Chine a finalement assoupli ses taux directeurs et l'Inde prend le relais de la croissance suite à d'importantes réformes

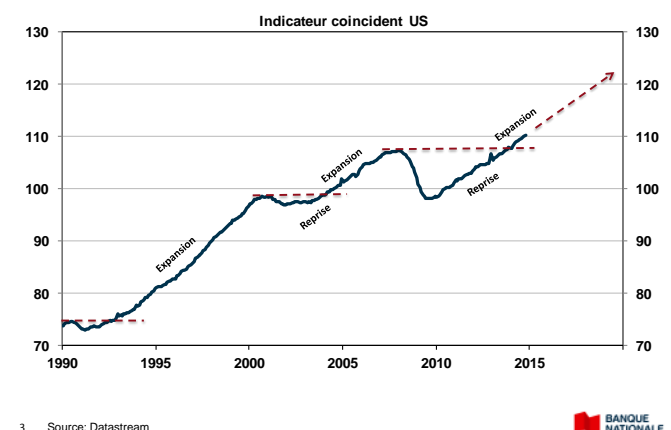
Rien de comparable à 2008 ou 2012



structurelles. Pendant ce temps, le Japon injecte massivement des liquidités dans son économie et le gouvernement a fait marche arrière sur son intention d'augmenter la taxe sur la consommation.

Nous pensons également que les États-Unis ne sont qu'à la mi-chemin d'une longue période d'expansion économique qui pourrait durer encore plusieurs années (graphique 3). Quoique de nombreux secteurs d'activités se soient nettement améliorés depuis la Grande récession, beaucoup d'autres, tels que les dépenses en capital, n'ont toujours pas atteint les niveaux attendus. Les consommateurs, de leur côté, sont revenus à des niveaux de confiance compatibles avec la croissance soutenue des dépenses, et la baisse des prix de l'essence représente un énorme allègement fiscal pour eux. Cela devrait continuer à aider les États-Unis à maintenir son leadership au cours des prochaines années.

L'expansion ne fait que débuter

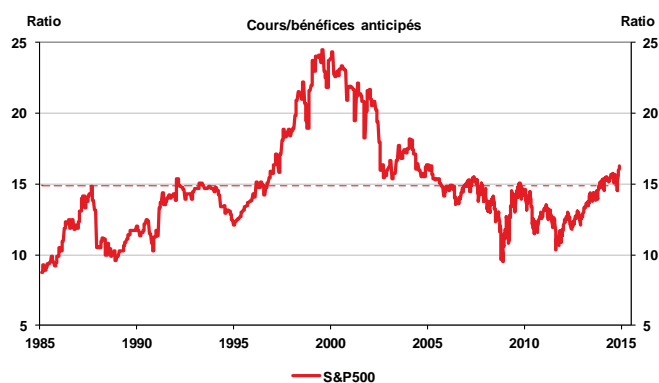


Répartition de l'actif

Pour 2015, les rendements globaux sont susceptibles d'être plus faibles que ces dernières années, mais le contexte reste favorable aux actifs à risque et nous nous attendons à ce que les actions surperforment encore les titres à revenu fixe.

Les actions sur une tendance séculaire : Pris à sa valeur nominale, la hausse du marché des actions a été impressionnante depuis le creux de 2009, avec des indices de prix qui ont plus que triplé. Cela ne signifie pas cependant que les actions soient dispendieuses ou pire, dans une bulle spéculative. Certes, à 17 fois les bénéfices anticipés, le marché américain n'est plus ce qu'on pourrait appeler une aubaine, mais tant que l'économie progressera, la croissance des bénéfices continuera à vous donner de la valeur pour votre argent (graphique 4).

Plus une aubaine, mais encore du potentiel



4 Source: Datastream



Si vous estimez la croissance du PIB réel à 3 % et celle de l'inflation à 2 %, vous devriez vous attendre à une croissance des bénéfices d'au moins 5 % l'an prochain. Ajoutez un rendement de dividende de 2,5 % et vous obtenez un rendement total espéré de 7,5 %. Cela ne tient pas compte de l'expansion continue des multiples, souvent ressenti lors de période d'appréciation du dollar US. Dans l'ensemble, après deux années consécutives de croissance à deux chiffres dans les actions américaines, nous nous attendons à une performance un peu moins prononcée en 2015, mais ne serions pas surpris si les choses s'avéraient meilleures que prévu.

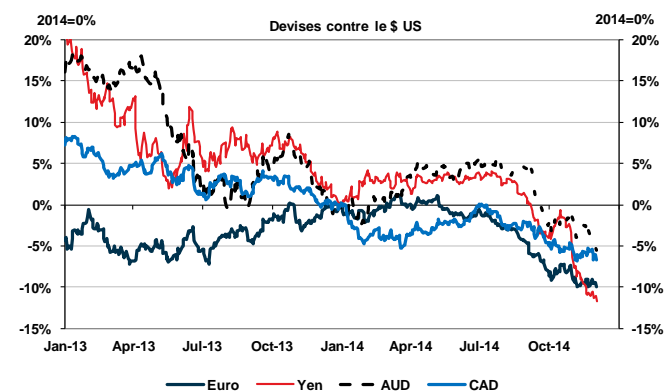
Nous continuons à jouer les divergences de croissance en étant surpondérés en actions américaines par rapport au reste du monde dans la plupart de nos profils de risque. Franchement, nous ne serions pas surpris de voir les actions internationales, à savoir le Japon et l'Europe, surperforment en termes de devises locales, car elles sont relativement sous évaluées par rapport

au marché américain, mais les rendements devraient être similaires une fois exprimés en dollar US. Le marché canadien pourrait également bénéficier d'un effet de rattrapage au début de l'année, mais la tendance générale reste défavorable en raison du ralentissement de la demande mondiale de matières premières.

Jusqu'à ce que la Fed se lance dans un processus de resserrement monétaire (fin 2015 au plus tôt) nos préférences sectorielles demeurent dans les titres cycliques comme la technologie de l'information et de la finance. Sans inflation en vue et avec l'appréciation continue du USD, il est encore trop tôt pour jouer les secteurs cycliques de stade tardif, comme les matériaux, mais l'énergie pourrait rebondir tactiquement à court terme.

Dollar US (plus) fort : Le USD a continué à se renforcer contre la plupart des devises en 2014, mais contrairement à l'année dernière, même l'euro a été touché cette fois-ci. Onze mois dans l'année, l'euro s'est déprécié de 9,5 % contre son homologue américain, tandis que les devises liées aux commodités, comme les dollars canadiens et australiens, ont perdu 6,7 % et 4,6 %, respectivement. Le yen japonais a quant à lui chuté de 11 % (graphique 5).

Faiblesse de l'euro en 2014

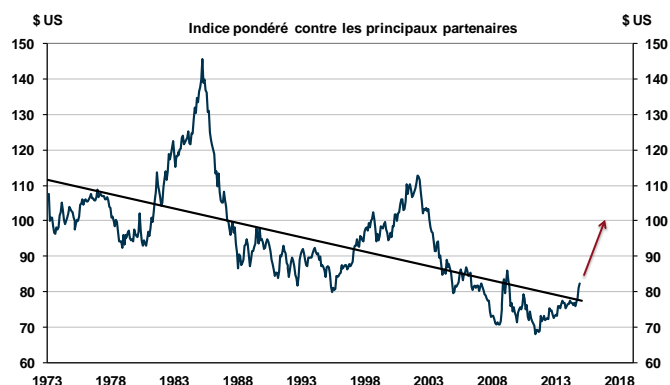


5 Source: Datastream



En 2015, nous pensons que le dollar américain va continuer à rester ferme contre la plupart des devises. La différenciation de croissance et l'impact sur les anticipations de taux d'intérêt sont tous en faveur d'une poursuite de l'appréciation de l'USD. Certes, celui-ci a déjà gagné plus de 20 % depuis son creux de 2012, mais l'histoire montre que lorsque la devise croise sa tendance baissière, le meilleur reste à venir (graphique 6).

Ce n'est peut-être que le début

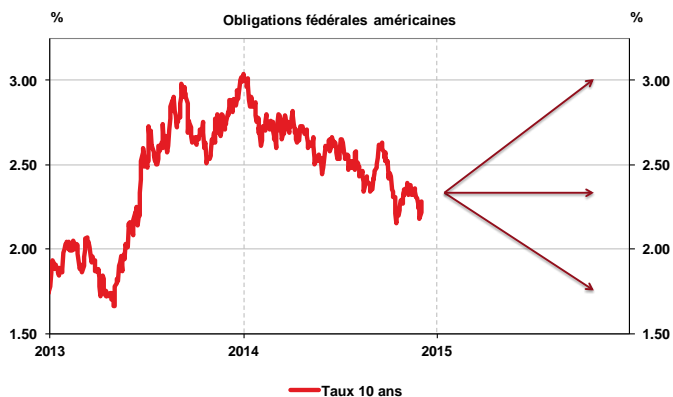


6 Source: Datastream



Titres à revenu fixe : La grande différence à laquelle les investisseurs seront confrontés en 2015 par rapport à 2014, est qu'au lieu de commencer l'année au point le plus élevé des 12 derniers mois, ils vont commencer avec des rendements à peu près inexistant (graphique 7).

Quelle direction prendront les taux en 2015?



7 Source: Datastream



Bien que les attentes d'inflation plus faibles aient été intégrées dans des rendements à plus long terme, une augmentation de la croissance réelle soutenue par un engagement des banques centrales devrait se traduire par une hausse des rendements progressivement au cours de l'année prochaine. En tant que telle, la quête de rendement se poursuivra en 2015. Sans récession en vue aux États-Unis, nous maintenons notre préférence pour les émetteurs à haut rendement. Si la Fed expose clairement ses intentions d'augmenter les taux d'intérêt directs plus tard dans l'année, les prêts bancaires pourraient aussi faire un retour.

Tableau 2 Répartition globale de l'actif (tactique vs stratégique)

Horizon de 3 mois						Horizon de 12 à 18 mois					
Classes d'actifs	Pondération					Classes d'actifs	Pondération				
	Min	Sous	Équi	Sur	Max		Min	Sous	Équi	Sur	Max
Liquidité				■		Liquidité		■			
Obligations		■				Obligations		■			
(Durée)			■			(Durée)		■			
Fédérales		■				Fédérales	■				
Catégorie investissement			■			Catégorie investissement		■			
Rendement élevé (USD)				■		Rendement élevé (USD)			■		
Revenus non traditionnels				■		Revenus non traditionnels			■		
Actions mondiales				■		Actions mondiales			■		
S&P/TSX			■			S&P/TSX			■		
S&P 500 (USD)				■		S&P 500 (USD)			■		
<i>Croissance vs Valeur</i>			■			<i>Croissance vs Valeur</i>			■		
<i>Grandes cap. vs Petites</i>			■			<i>Grandes cap. vs Petites</i>			■		
<i>Défensif vs cyclique</i>		■				<i>Défensif vs cyclique</i>	■				
MSCI EAFE (USD)				■		MSCI EAFE (USD)			■		
MSCI EM (USD)			■			MSCI EM (USD)			■		
Produits alternatifs			■			Produits alternatifs			■		
Commodités			■			Commodités			■		
Pétrole				■		Pétrole			■		
Métaux de base				■		Métaux de base			■		
Or			■			Or		■			
Fonds de couverture (USD)			■			Fonds de couverture (USD)		■			
Fonds immobiliers		■				Fonds immobiliers		■			

Source: Comité d'investissement consultatif

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.