



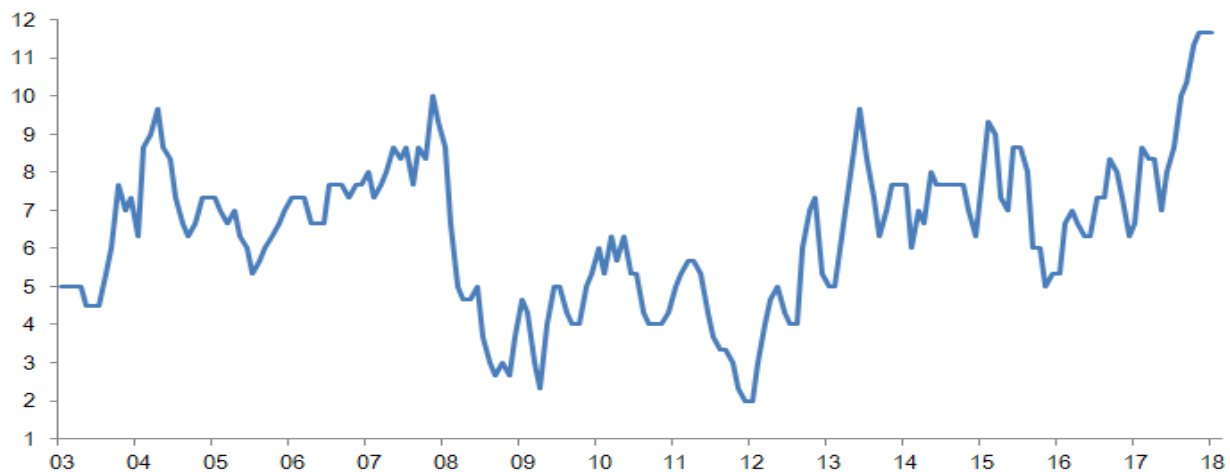
Valeurs mobilières Banque Laurentienne

RECHERCHE ÉCONOMIQUE ET STRATÉGIE

Modèle de répartition d'actif – mise à jour de mars

Le mois de février a été marqué par une dégringolade des marchés boursiers mondiaux ainsi que par une augmentation soudaine de la volatilité, l'indice de volatilité du CBOE ayant atteint un sommet inégalé depuis août 2015. La débâcle des actions mondiales nous a semblé être majoritairement technique et attribuable aux positions prises par les investisseurs. On attendait en effet depuis un bon moment un repli des actions mondiales et la plupart des indicateurs de confiance que nous surveillons ont fait état en janvier de niveaux extrêmement élevés d'optimisme et de complaisance. L'indice S&P 500, par exemple, n'avait pas enregistré de recul de 5 % ou plus en 404 jours ouvrables, soit la plus longue période en plus de 90 ans. En outre, d'après le sondage de l'Université du Michigan mené auprès de consommateurs, le pourcentage de répondants évaluant la probabilité d'une hausse des marchés boursiers durant la prochaine année à « 100 % » a atteint un sommet en plus de 15 ans en janvier (voir le graphique ci-dessous). Nous attribuons également le recul des actions mondiales à la récente hausse marquée des taux de rendement des obligations à long terme, qui ont atteint des niveaux techniques clés, les investisseurs craignant de plus en plus que l'augmentation des taux d'emprunt vienne freiner la croissance économique mondiale.

% des répondants disant que la probabilité que le marché boursier soit en hausse dans la prochaine année est de 100% (moyenne mobile de 3 mois)

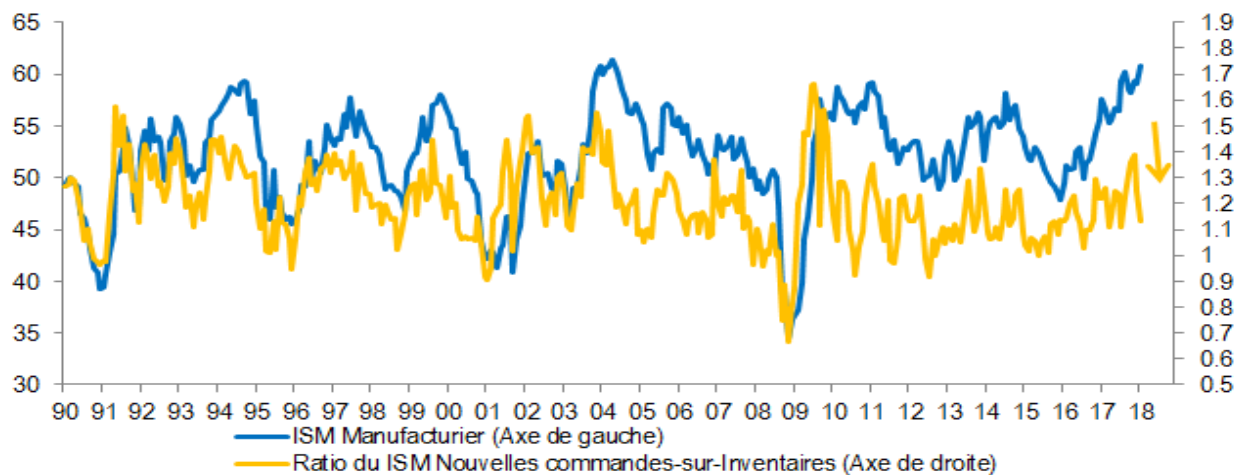


Source: VMBL Recherche économique et stratégie, Sondage des consommateurs de l'université du Michigan

Heureusement, le contexte macroéconomique demeure selon nous favorable malgré la hausse récente des taux d'emprunt. Les indicateurs économiques comme l'indice ISM du secteur manufacturier, qui a atteint un sommet cyclique en février, le nombre de nouveaux chômeurs, qui est à son plus bas depuis 1969, et l'indice de confiance des consommateurs du Conference Board, qui a enregistré un nouveau sommet cyclique en février, sont autant d'éléments qui pointent vers une économie qui, jusqu'à maintenant, compose bien avec le relèvement des taux. Durant la dégringolade des actions mondiales, les actions des marchés émergents se sont également très bien comportées par rapport à celles des marchés développés, ce qui porte aussi à croire que la conjoncture économique demeure favorable malgré la montée des taux obligataires. Les nouveaux sommets atteints par les attentes inflationnistes du marché depuis septembre 2014 cadrent aussi avec une forte croissance économique.

En revanche, le contexte macroéconomique pourrait aussi se détériorer graduellement à mesure que l'inflation des salaires augmente, que les banques centrales continuent de normaliser lentement les taux d'intérêt à court terme et que l'économie commence à montrer des signes d'essoufflement durant la première moitié de 2018. Par exemple, le climat commercial en Allemagne s'est énormément refroidi en février. L'indice IFO sur les attentes des entreprises, qui reflète l'évaluation que font les sociétés des perspectives commerciales pour les mois à venir, a reculé pour atteindre 105,4 points en février, soit un nouveau creux depuis avril 2017. En février, le ratio nouvelles commandes/stocks de l'ISM a chuté pour atteindre un plancher inégalé depuis août 2017, ce qui laisse entrevoir que l'indice ISM du secteur manufacturier touchera prochainement un sommet (voir le graphique ci-dessous).

Ratio du ISM Nouvelles commandes-sur-Inventaires vs. ISM Manufacturier



Source: VMBL Recherche économique et stratégie, Bloomberg

Il s'agit là d'un élément important à considérer pour les investisseurs, puisque l'atteinte de points culminants par l'indice ISM du secteur manufacturier a historiquement précédé une dégringolade des actions. Comme le montre le tableau ci-dessous, les actions américaines et canadiennes ont inscrit de piètres résultats dans les trois à six mois qui ont suivi un pic de l'indice ISM du secteur manufacturier. En moyenne, l'indice S&P 500 a même déjà reculé de 7,2 % au cours des trois mois qui ont suivi un pic, en dépit du fait que le repli médian maximal de l'indice ISM n'a été que de 3,4 points durant la même période.

Rendements du S&P 500 à la suite de sommets du ISM Manufacturier (depuis 1960)								
Sommets	3 mois plus tard				6 mois plus tard			
	Rendements	Baisse maximale	Minimum atteint par l'ISM au cours des 3 mois suivants	Variation du ISM depuis le sommet	Rendements	Baisse maximale	Minimum atteint par l'ISM au cours des 6 mois suivants	Variation du ISM depuis le sommet
Décembre 1961	-2.8%	-5.1%	60.6	-3.6	-23.5%	-26.9%	50.8	-13.4
Janvier 1966	-2.0%	-6.0%	64.2	-1.6	-10.0%	-10.0%	57.7	-8.1
Novembre 1968	-9.4%	-9.6%	54.9	-3.2	-4.5%	-9.6%	54.9	-3.2
Janvier 1973	-7.8%	-7.8%	67.7	-4.4	-6.7%	-12.7%	57.8	-14.3
Juillet 1978	-7.5%	-7.5%	60.1	-2.1	-0.7%	-8.1%	58.5	-3.7
Novembre 1980	-6.6%	-9.9%	48.8	-9.4	-5.6%	-9.9%	48.8	-9.4
Décembre 1983	-3.5%	-6.4%	58.9	-11.0	-7.1%	-9.6%	58.1	-11.8
Décembre 1987	4.8%	-1.8%	54.6	-6.4	10.7%	-1.8%	54.6	-6.4
Octobre 1994	-0.4%	-5.7%	56.1	-3.3	9.0%	-5.7%	51.5	-7.9
Juillet 1997	-4.2%	-8.1%	53.9	-3.8	2.7%	-8.1%	53.8	-3.9
Novembre 1999	-1.6%	-4.0%	55.8	-2.3	2.3%	-4.0%	53.2	-4.9
Juin 2002	-17.6%	-19.4%	50.2	-3.4	-11.1%	-21.5%	48.5	-5.1
Mai 2004	-1.5%	-5.1%	58.5	-2.9	4.7%	-5.1%	56.2	-5.2
Février 2011	1.4%	-5.3%	53.7	-6.3	-8.2%	-15.7%	52.3	-7.7
Août 2014	3.2%	-7.0%	55.9	-2.0	5.0%	-7.0%	53.5	-4.4
Moyenne	-3.7%	-7.2%	56.9	-4.4	-2.9%	-10.4%	54.0	-7.3
Médiane	-2.8%	-6.4%	55.9	-3.4	-4.5%	-9.6%	53.8	-6.4
# Baisse / Hausse	12 / 3				9 / 6			

Rendements du S&P/TSX Composite à la suite de sommets du ISM Manufacturing (depuis 1960)		
Sommets	3 mois plus tard	6 mois plus tard
	Rendements	Rendements
Décembre 1961	-2.1%	-18.3%
Janvier 1966	-2.9%	-8.2%
Novembre 1968	-0.2%	8.6%
Janvier 1973	-4.8%	-2.3%
Juillet 1978	1.8%	13.5%
Novembre 1980	-9.3%	-1.3%
Décembre 1983	-6.7%	-13.0%
Décembre 1987	4.9%	8.9%
Octobre 1994	-6.4%	-0.3%
Juillet 1997	-0.5%	-2.6%
Novembre 1999	21.3%	23.0%
Juin 2002	-13.5%	-7.4%
Mai 2004	-0.5%	7.3%
Février 2011	-2.4%	-9.7%
Août 2014	-5.6%	-2.5%
Moyenne	-1.8%	-0.3%
Médiane	-2.4%	-2.3%
# Baisse / Hausse	12 / 3	10 / 5

Source: VMBL Recherche économique et stratégie

La chute de l'indice IFO sur les attentes des entreprises et du ratio nouvelles commandes/stocks de l'indice ISM s'ajoute au nombre croissant d'indicateurs qui permettent de penser que l'élan de croissance pourrait être en train de plafonner et tend dans une large mesure à confirmer notre approche prudente à l'égard des actions à ce stade-ci. Par ailleurs, nous nous préoccupons toujours du fait que les actions pourraient connaître une période plus difficile au cours des prochains mois en raison d'une poussée de l'inflation et d'un resserrement de la politique monétaire. Par conséquent, nous conservons une approche neutre à l'égard des actions par rapport aux obligations.

Répartition régionale

Aucun changement n'a été apporté à la répartition régionale au cours du mois et notre plus importante surpondération demeure les actions canadiennes et des marchés émergents. Les actions canadiennes sont toujours historiquement bon marché par rapport aux actions américaines et nous nous attendons encore à ce que les prix du pétrole brut poursuivent leur remontée en 2018, dans un contexte de resserrement du marché mondial du pétrole. La combinaison d'une croissance économique mondiale robuste, de l'accélération de la croissance des marchés émergents et de la conformité élevée de l'OPEP et de la Russie en ce qui a trait à la réduction de leur production devrait maintenir une offre de pétrole limitée cette année.

Les conditions macroéconomiques demeurent par ailleurs idéales pour les marchés émergents vu la faiblesse persistante des taux d'intérêt réels, la souplesse des conditions financières et l'amélioration du commerce mondial. Les bénéfices prévisionnels des marchés émergents sont également en hausse par rapport aux marchés développés, autre facteur qui joue en faveur des actions des marchés émergents. De plus, les marchés émergents tirent profit de la hausse des dépenses en immobilisations des sociétés de technologies de l'information à l'échelle mondiale. En effet, le secteur des technologies de l'information compte maintenant pour près de 27 % de la capitalisation boursière des marchés émergents. Il convient aussi de noter que les actions des marchés émergents se sont bien comportées comparées à celles des marchés développés durant la récente dégringolade des marchés boursiers, ce qui donne à penser que le contexte macroéconomique demeure solide et favorable aux actions des pays émergents. Les banques centrales des pays émergents ont également une marge de manœuvre pour assouplir leur politique monétaire : l'écart de taux réel



Le présent document est publié à titre d'information seulement. Il ne doit pas s'interpréter comme un guide de placement ni comme une offre de vente ou une sollicitation d'achat des titres qui y sont mentionnés. L'auteur est un employé de Valeurs mobilières Banque Laurentienne (VMBL), une filiale en propriété exclusive de la Banque Laurentienne du Canada. L'auteur a pris toutes les mesures usuelles et raisonnables pour vérifier si les renseignements qui figurent dans le présent document sont tirés de sources considérées comme étant fiables et que les procédures utilisées pour les résumer et les analyser sont fondées sur les pratiques et les principes reconnus dans le secteur des placements. Toutefois, les forces du marché sous-jacentes à la valeur des placements peuvent évoluer de façon soudaine et importante. Par conséquent, ni l'auteur ni VMBL ne peuvent donner quelque garantie que ce soit en ce qui concerne l'exactitude ou l'intégralité de l'information, de l'analyse et des opinions qui figurent dans le présent document ou leur utilité ou pertinence dans une situation donnée. Vous ne devriez pas effectuer de placement ni procéder à une évaluation de portefeuille ou à une autre opération en vous fondant sur le présent document. Vous devriez plutôt consulter au préalable votre conseiller en placement, qui peut analyser les facteurs pertinents à un placement ou à une opération proposée. VMBL et l'auteur se dégagent de toute responsabilité de quelque nature que ce soit à l'égard de tout préjudice découlant de l'utilisation de ce document ou de son contenu contrevenant à la présente clause. Le présent rapport, y compris l'information, les opinions et les conclusions qui y figurent, en totalité ou en partie, ne peut être distribué, publié, mentionné ou reproduit de quelque manière qui soit sans le consentement écrit préalable de Valeurs mobilières Banque Laurentienne.

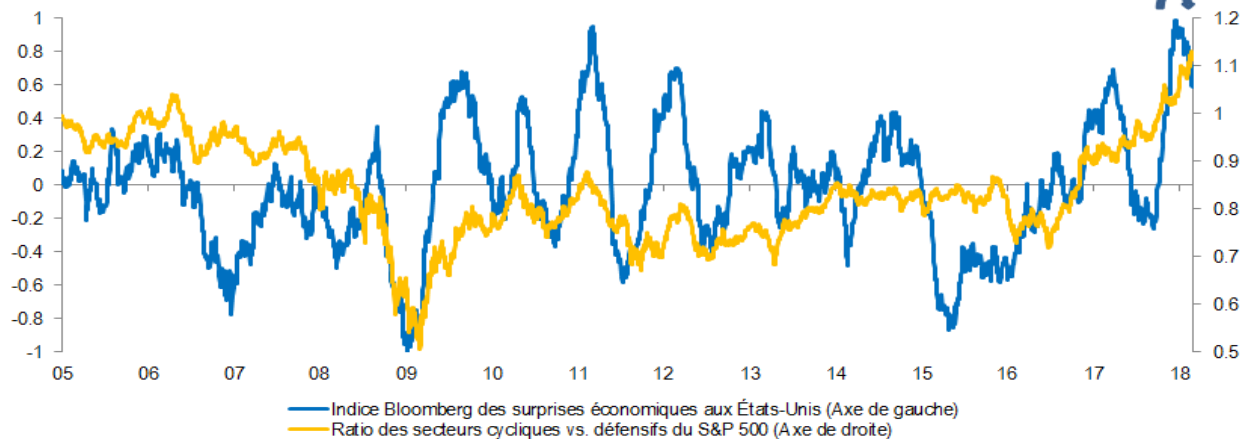
entre les marchés émergents et développés demeure exceptionnellement élevé et le besoin de défendre la valeur de leur devise se fait moins grand.

Répartition sectorielle

Notre répartition sectorielle demeure inchangée pour le mois. Nous continuons de recommander aux clients de miser sur la prise de risque en surpondérant les secteurs suivants, au Canada et aux États-Unis : technologies de l'information, produits industriels, finance, énergie et matériaux. Nos prévisions de croissance continue des bénéfices et de solidité de l'expansion économique à court terme favorisent dans une très grande mesure notre préférence actuelle pour les actifs cycliques plutôt que pour les secteurs défensifs, en dépit d'évaluations relatives élevées. En outre, les bénéfices des secteurs cycliques continuent de progresser par rapport à ceux des secteurs défensifs, ce qui contribue au rendement supérieur des secteurs cycliques. Une poussée de l'inflation devrait aussi favoriser le rendement relatif des secteurs de l'énergie et des matériaux, qui, historiquement, ont tendance à produire des rendements supérieurs à ceux du marché en général en période d'inflation élevée.

Parallèlement, la progression des taux de rendement devrait continuer de profiter aux titres cycliques par rapport aux secteurs défensifs, car une hausse des taux se traduit surtout par une forte croissance économique et l'économie mondiale semble jusqu'à maintenant bien composer avec les taux plus élevés. La hausse des attentes inflationnistes du marché semble également confirmer une amélioration de la croissance économique. En revanche, si les taux d'intérêt augmentent au point d'atteindre des niveaux susceptibles de freiner la croissance économique ou s'ils augmentent trop rapidement, le rendement relatif des titres cycliques pourrait en souffrir. La récente faiblesse des données sur l'habitation aux États-Unis et au Canada pourrait indiquer que les taux plus élevés ont finalement commencé à influencer négativement sur l'économie réelle. Nous surveillerons donc étroitement l'évolution des données économiques sensibles aux taux d'intérêt pour déterminer si nous devrions adopter une approche plus défensive en matière de répartition sectorielle. En outre, le récent recul des indices des surprises économiques devrait être surveillé de près puisqu'il pourrait annoncer un essoufflement potentiel de l'élan économique. Les données demeurent solides, mais le possible ralentissement de l'élan économique, alors que d'autres données viennent démentir les prévisions de plus en plus optimistes des économistes, pourrait finir par freiner le rendement relatif des secteurs cycliques par rapport aux secteurs plus défensifs (voir le graphique ci-dessous).

Indice Bloomberg Surprises économiques aux États-Unis vs. Ratio des secteurs cycliques sur défensifs du S&P 500



* Les secteurs cycliques sont un portefeuille équilibré des secteurs consommation discrétionnaire, services financiers, technologies de l'information et industriels

** Les secteurs défensifs sont un portefeuille équilibré des secteurs consommation de base, santé, télécommunications et utilités

Source: VMBL Recherche économique et stratégie, Bloomberg

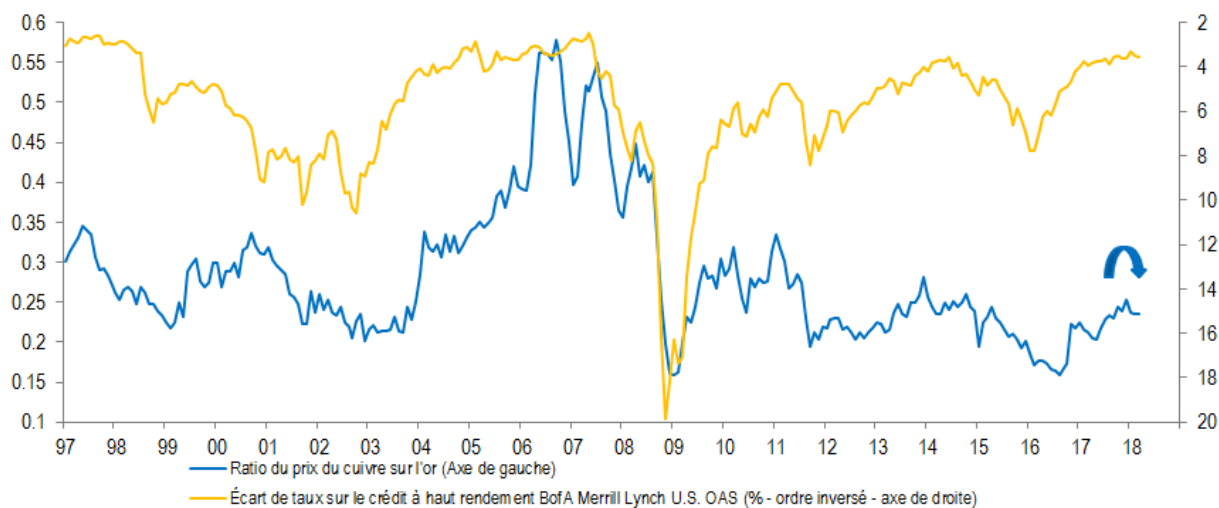
Répartition des obligations canadiennes

La dégringolade des marchés du crédit survenue au début de février a semblé majoritairement technique et attribuable aux positions prises par les investisseurs, car le contexte macroéconomique demeure très favorable malgré la hausse récente des taux. Les prévisions de croissance économique devraient continuer d'être confirmées, notamment parce que l'indice ISM du secteur manufacturier a atteint un sommet cyclique en février, le nombre de nouveaux chômeurs est à son plus bas depuis 1969 et les taux directeurs réels à l'échelle des pays développés demeurent négatif. De plus, selon notre modèle de récession, le risque d'une récession à court terme demeure faible, ce qui devrait favoriser le rendement relatif du crédit puisque le nombre de défauts de paiement restera bas.

Nous conservons toujours notre position neutre à l'égard des obligations corporatives, car leurs évaluations demeurent historiquement élevées, surtout lorsqu'elles sont ajustées pour tenir compte de l'endettement élevé des sociétés. Un prochain ralentissement de l'élan économique et de la croissance des bénéficiaires et le retrait par les banques centrales des mesures de relance pourraient aussi nuire au rendement relatif du crédit à un certain point cette année. Vu la récente fermeture de l'écart de production aux États-Unis pour la première fois depuis la grande récession, l'écart de production de plus en plus positif au Japon et les attentes accrues selon lesquelles l'écart de production en Europe se resserra cette année, nous devrions aussi nous attendre à ce que la pression sur les données d'inflation soit à la hausse, ce qui aura une incidence négative sur les prévisions à l'égard des marges bénéficiaires. En effet, les marges bénéficiaires ont eu historiquement tendance à culminer peu après que l'écart de production soit comblé et cela devrait constituer un obstacle pour le crédit.

De plus, le ratio cuivre-or constitue un baromètre important de la croissance mondiale et tend historiquement à être bien corrélé avec les écarts de crédit (voir le graphique ci-dessous). Le cuivre est un métal industriel dont la consommation augmente durant les périodes de croissance économique, tandis que l'or est un métal précieux, généralement considéré comme une réserve de valeur. Autrement dit, lorsque le ratio cuivre-or augmente, le contexte macroéconomique tend généralement à être positif, favorisant ainsi le rendement relatif du crédit. À l'inverse, lorsque le ratio diminue, la conjoncture économique tend historiquement à se détériorer, ce qui constitue un obstacle pour le crédit. Comme l'illustre le graphique ci-dessous, les prix du cuivre semblent plafonner par rapport à ceux de l'or et cela tend à indiquer que l'élan de croissance économique mondiale pourrait être en train d'atteindre un sommet et que le potentiel de rendement futur sur les marchés du crédit est désormais limité.

Ratio du prix du cuivre sur l'or vs. Écart de taux sur le crédit à haut rendement



Source: VMBL Recherche économique et stratégie, Bloomberg

Nous nous attendons toujours à ce que les banques centrales normalisent graduellement et lentement les taux d'intérêt puisque la croissance économique mondiale demeure solide et que les pressions inflationnistes se font sentir davantage. Dès le début de son discours devant le Congrès, le nouveau président de la Réserve fédérale, Jerome Powell, a indiqué que la Fed ne laisserait pas l'économie surchauffer et entraîner une montée en flèche de l'inflation. Les marchés se concentreront sur l'annonce du 21 mars et les nouvelles projections économiques, car M. Powell pourrait adopter un rythme de resserrement plus rapide que sa prédécesseure face à la poussée de l'inflation. Une hausse importante des taux d'intérêt qui ne s'accompagnerait pas d'une amélioration de la conjoncture économique pourrait nuire au marché du crédit. La bonne nouvelle jusqu'ici, c'est que l'augmentation des taux d'intérêt témoignent de la robustesse de la croissance économique mondiale, tout comme les attentes inflationnistes du marché qui oscillent autour de leurs sommets depuis septembre 2014. Il est par contre toujours probable que celles-ci illustrent en partie les craintes grandissantes d'une guerre commerciale imminente. Nous surveillerons de près les anticipations d'inflation à long terme au cours des prochaines semaines afin d'apporter les ajustements qui s'imposent à nos recommandations de placement, car un repli des attentes inflationnistes du marché pourrait amener les titres de créance à enregistrer des résultats décevants.

Portefeuille modèle - mars 2018				
Classes d'actif et régions	Poids recommandés (%)	Poids dans l'indice de référence (%)	Sur ou sous-allocation (%)	Recommandation
Obligations	50.0	50.0	0.0	=
Gouvernementales	34.4	34.4	0.0	=
Corporatives	15.6	15.6	0.0	=
Actions	50.0	50.0	0.0	=
Canadiennes	22.0	20.0	2.0	+
Américaines	12.0	16.0	-4.0	-
Autres pays développés	12.0	11.6	0.4	= / +
Marchés émergents	4.0	2.4	1.6	+

Eric Corbeil, M.Sc., CFA, FRM | Économiste principal
Tél. : 514-350-2925 | CorbeilE@vmbi.ca

Hugo Lacasse | Analyste
Tél. : 514-350-3006 | LacasseH@vmbi.ca