



Valeurs mobilières Banque Laurentienne

RECHERCHE ÉCONOMIQUE ET STRATÉGIE

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

Les actifs risqués mondiaux ont continué de progresser en février avec les actions mondiales atteignant des niveaux records et les écarts de taux des obligations corporatives continuant de se resserrer sous l'effet d'une amélioration des perspectives économiques, d'une accélération de la croissance des bénéfices, des attentes à l'égard d'une baisse de l'impôt des sociétés aux États-Unis et d'un regain d'appétit pour le risque. Selon nous, la progression des cours des actifs risqués depuis le deuxième semestre de 2016 est en grande partie corroborée par les données fondamentales, qui font état d'une accélération de la croissance des bénéfices et de l'économie mondiale. Aux États-Unis, où la période de publication des résultats du troisième trimestre tire à sa fin, les bénéfices d'exploitation ont connu une étonnante progression de 23 % au quatrième trimestre, comparativement au même trimestre l'année précédente, alors qu'un peu plus de la moitié de ce gain est attribuable à la remontée des bénéfices dans le secteur de l'énergie. Les bénéfices publiés du côté de l'Europe et du Japon sont également solides alors que chacune de ces régions affichent une croissance des bénéfices légèrement supérieure à 10% sur 12 mois. Comme nous l'avons souligné dans le passé, les points tournants dans le cycle des bénéfices, plus précisément le passage d'un ralentissement à une accélération de la croissance des bénéfices, tendent à coïncider, historiquement, avec une hausse des cours boursiers.

Bien que notre modèle quantitatif de répartition de l'actif recommande encore la surpondération des actions, nous sommes toujours confortables avec notre décision d'adopter une pondération neutre des actions par rapport aux titres à revenu fixe à la fin janvier, car plusieurs indicateurs de confiance continuent de faire état d'une complaisance historiquement élevée et d'un optimisme excessif en ce qui a trait aux perspectives économiques, malgré le manque de clarté entourant la politique fiscale du président Trump. Le discours posé qu'il a livré devant le congrès a donné un coup de pouce à sa popularité et a suscité une réaction jusqu'à présent favorable des marchés, mais nous ne nous attendons pas à ce que ces effets soient de longue durée. Les marchés anticipent toujours une mise en œuvre sans faute du programme du président, mais il reste encore bien des obstacles à surmonter avant que cela puisse se concrétiser. En outre, les actions sont hautement vulnérables à un ralentissement de l'économie et la récente perte de momentum des attentes inflationnistes du marché que l'on observe actuellement pourrait laisser entrevoir un tel ralentissement. Le resserrement des conditions financières et la hausse des taux des prêts hypothécaires semblent déjà nuire au secteur immobilier. Aux États-Unis, la National Association of Home Builders a observé une importante diminution du trafic d'acheteurs potentiels en février, l'indice mesurant cet achalandage ayant touché un nouveau creux depuis octobre dernier. Finalement, certains indicateurs techniques envoient des signaux d'avertissement avec la sous-performance récente des secteurs du transport, des biens d'équipement et des titres affichant des bilans financiers relativement plus faibles. Conséquemment, nous continuons de favoriser une stratégie de placement défensive ce mois-ci.

Une autre source de préoccupation demeure un éventuel ralentissement de la croissance des bénéfices qui pourrait mener à une correction des cours à un certain point. Il s'agit d'un élément important que doivent prendre en compte les investisseurs, car les transitions dans le cycle des bénéfices ont historiquement précédé des bouleversements au sein des catégories d'actif favorisées par une relance, alors que des prévisions de croissance trop optimistes sont alors révisées à la baisse. Par exemple, la dernière fois que le cycle des bénéfices aux États-Unis est passé d'une phase d'accélération à une phase de ralentissement à la fin de 2014, les actions ont plongé et les obligations se sont redressées dans les mois qui ont suivi. Les actions ont également sous-performé les obligations à la suite de transitions semblables à la fin de 2010 et au milieu de 2014. Nous avons analysé chacune des périodes d'accélération de la croissance des bénéfices lors des trente dernières années afin de mieux comprendre le comportement habituel de certains indicateurs macroéconomiques au moment où l'on passait à une phase de ralentissement. Le tableau ci-dessous montre nos conclusions et la façon dont la période actuelle se compare à celles qui l'ont précédée. Si l'on se fie à l'histoire, l'accélération actuelle de la croissance des bénéfices pourrait encore se poursuivre, ce qui pourrait soutenir les actions à court terme et laisse supposer qu'un éventuel repli pourrait constituer une bonne occasion de réintégrer le marché. En effet, les données ci-dessous montrent que la croissance de la production industrielle aux États-Unis, de l'indice composé des indicateurs coïncidents et de la variation annualisée sur six mois des indicateurs économiques avancés font toujours état d'une tendance haussière, ce qui ne présage habituellement pas

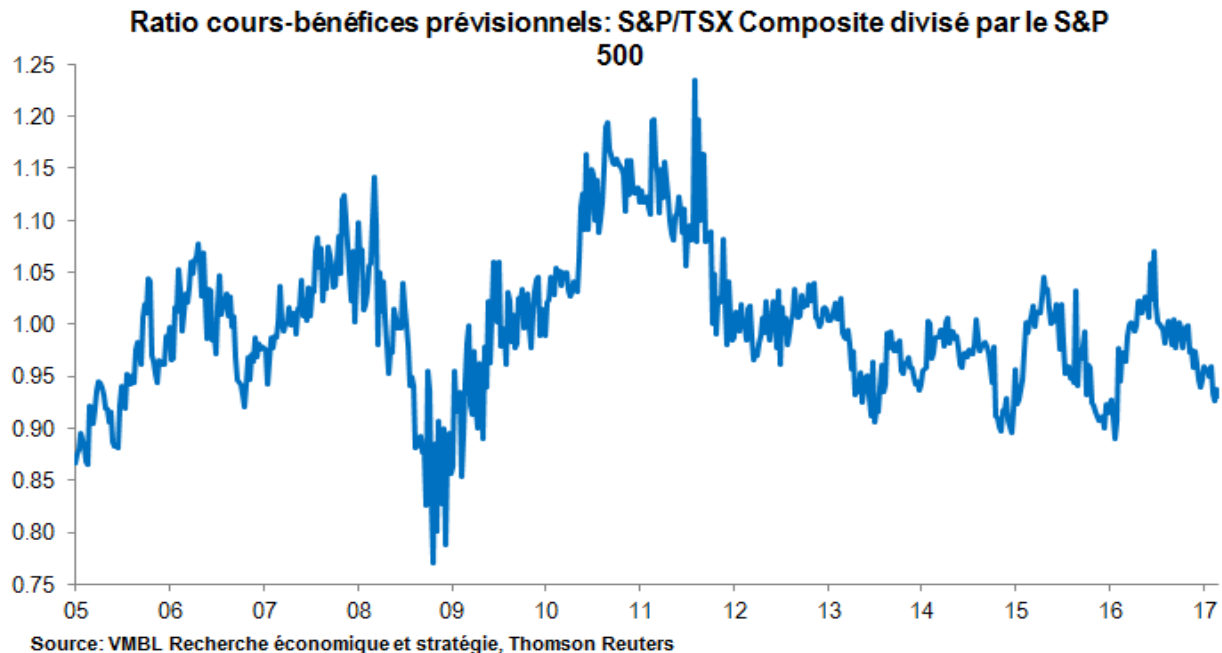
un ralentissement imminent de la croissance des bénéfiques. Cela dit, nous sommes toujours appréhensifs à l'idée que la croissance des bénéfiques pourrait subir une transition dans les trois à six prochains mois, ce qui augmenterait de façon importante la volatilité sur les marchés. En effet, les marges bénéficiaires prévisionnelles sur 12 mois calculées pour les entreprises de l'indice S&P 500 montrent déjà quelques signes de plafonnement et l'indice ISM du secteur manufacturier pourrait lui aussi amorcer un repli au cours des trois prochains mois.

Indicateurs	Comportement typique lorsque la croissance des bénéfiques passe d'une phase d'accélération à celle d'une décélération	Comportement actuel
ISM Manufacturier	L'indicateur est historiquement élevé (plus élevé que 55) et démontre des signes de plafonnement ou est déjà sur le déclin	L'indicateur demeure à la hausse
Production industrielle aux États-Unis	Le changement années-sur-année plafonne ou s'affaiblit	S'est affaibli récemment mais demeure sur une tendance haussière
	Le pourcentage d'industries avec une croissance annuelle négative est historiquement bas ou est sur le rebond	Historiquement élevé légèrement sous la barre des 50% et sur le déclin
Mises initiales au chômage	La variation annuelle en pourcentage est sur le rebond suivant une phase de stabilisation	L'indicateur est sur une légère tendance haussière
Indicateur avancé aux États-Unis	Le changement sur six mois annualisé plafonne ou est sur le déclin	Demeure à la hausse
Indicateur coïncident aux États-Unis	Le changement annuel en pourcentage plafonne ou est sur le déclin	Indicateur toujours en hausse
Modèle de récession de VMBL	La probabilité d'une récession imminente s'accroît	Probabilités sur le déclin
Marges de profits prévisionnelles sur le S&P 500	Signes de plafonnement	Pourrait déjà être en phase de plafonnement

Source: VMBL Recherche économique et stratégie

Répartition régionale

Depuis que nous avons attribué une surpondération aux actions américaines à la fin de juin 2016, celles-ci ont respectivement surpassé les actions mondiales et canadiennes de 1,9 % et 4,3 % en dollars canadiens. À la lumière de ces résultats, nous avons décidé de ramener les actions américaines à une pondération neutre et d'augmenter notre surpondération des actions canadiennes. Comme indiqué ci-dessous, les valorisations des actions canadiennes semblent faibles d'un point de vue historique par rapport aux actions américaines, comme en témoigne le ratio C/B prévisionnel sur 12 mois, qui se situe près du bas de la fourchette sur une période de plus de 10 ans. En outre, les prévisions de bénéfices des sociétés de l'indice S&P/TSX par rapport aux actions américaines sont toujours à la hausse, ce qui devrait favoriser le rendement relatif des actions canadiennes.



Rotation sectorielle

Du côté de la répartition sectorielle au Canada, nous continuons de recommander la surpondération des secteurs de l'énergie, des matériaux, des services de télécommunication, du secteur industriel et des technologies de l'information. Aux États-Unis, nous recommandons encore aux clients de surpondérer les secteurs de l'énergie, des matériaux, des technologies de l'information, des services de télécommunication, de l'immobilier et de la consommation de base.

Pondération des obligations canadiennes

Depuis que nous avons recommandé aux investisseurs de surpondérer les obligations de sociétés par rapport aux obligations du gouvernement canadien à la fin d'avril, les écarts de taux se sont considérablement resserrés. Nous avons expliqué précédemment que si l'on se fie à l'histoire, l'accélération actuelle de la croissance des bénéfices pourrait encore se poursuivre, ce qui pourrait être favorable pour les obligations corporatives. Cela dit, considérant le manque actuel de clarté de la politique fiscale du président Trump, nous sommes toujours appréhensifs à l'idée que la croissance des bénéfices pourrait subir une transition dans les trois à six prochains mois et freiner le resserrement actuel des écarts de crédits corporatifs. Nous sommes aussi préoccupés par le ralentissement du momentum haussier des attentes inflationnistes du marché que l'on observe en ce moment, car celui-ci pourrait laisser entrevoir un élargissement des écarts de taux. Nous surpondérons toujours les obligations corporatives, car le contexte macroéconomique demeure favorable avec le nombre de mises initiales au chômage s'approchant de son plus bas niveau depuis 1973 et l'indice manufacturier de la Réserve fédérale de Philadelphie bondissant en février pour atteindre un nouveau sommet depuis le début de 1984. Vu cette conjoncture, nous sommes d'avis que les écarts de taux pourraient se resserrer davantage.

Portefeuille modèle - mars 2017				
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	30.0	34.2	-4.2	-
Corporatives	20.0	15.8	4.2	+
Actions	50.0	50.0	0.0	=
Canadiennes	25.0	20.0	5.0	+
Américaines	16.0	16.0	0.0	=
Autres pays développés	6.7	11.6	-4.9	-
Marchés émergents	2.3	2.4	-0.1	=

Rendements			
Années	Portfeuille-modèle	Indice de référence	Performance relative
2015	1.85%	-2.90%	4.75%
2016	7.69%	7.26%	0.43%
2017 - à date	1.82%	2.29%	-0.47%

Luc Vallée, Ph.D | Stratège en chef
Tél. : 514 350-3000 | ValleeL@vmbi.ca

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