

Entamer la nouvelle décennie du mauvais pied

Faits saillants

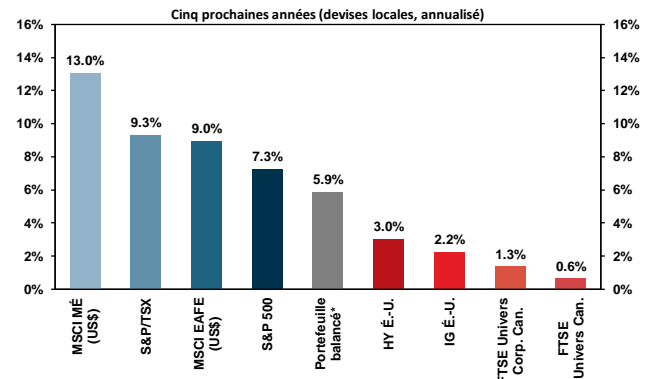
- > Notre principal scénario pour les cinq prochaines années est celui d'une croissance saine, quoiqu'incertaine. Dans le sillage d'une forte récession induite par la COVID-19, l'activité économique devrait rebondir, tandis que d'importantes mesures de relance fiscales et monétaires pourraient entraîner des pressions inflationnistes au-delà de 2021.
- > Les obligations souveraines à plus long terme risquent d'être confrontées à des vents contraires, car les taux à court terme ne pourront évoluer que dans un sens au cours des cinq prochaines années, surtout si l'inflation s'accélère considérablement à la suite des mesures budgétaires exceptionnelles prises par les pays développés.
- > Les écarts de crédit bien supérieurs à leur moyenne historique devraient aider les obligations de type *Investment Grade* (IG) et *High-Yield* (HY) à briller dans l'espace des titres à revenu fixe, même si l'augmentation des taux de défaut risque de peser sur la performance de ce dernier au cours des prochaines années.
- > Après un fort rebond depuis le creux de mars 2020, les actions promettent un rendement ajusté au risque plus équilibré. Les bénéfices par action (BPA) inférieurs à la tendance devraient s'améliorer sensiblement tout au long de 2021 et au-delà, en partie grâce à la réouverture de la plupart des grandes économies à la suite des arrêts provoqués par la COVID-19.
- > Une menace qui pèse sur cette perspective réside dans les valorisations relativement tendues, en particulier aux États-Unis, où les ratios cours/bénéfices (C/B) sont à leur plus haut niveau depuis près de 20 ans.
- > Dans l'ensemble, le rendement moyen d'un portefeuille équilibré (60 % d'actions et 40 % d'obligations) pour les cinq prochaines années sera probablement similaire à celui des cinq dernières années, même si les contributions à la performance différeront probablement.
- > Cela montre que la diversification est essentielle, car un portefeuille équilibré devrait se situer confortablement au-dessus de la ligne des marchés des capitaux et offrir un ratio de Sharpe plus élevé que toute autre classe d'actifs étudiée (graphiques 2 et 3).

1 Table des matières

Faits saillants	p.1
Introduction	p.2
1. Contexte économique	p.3
2. Taux sans risques	p.4
3. Obligations gouvernementales	p.5
4. Indices de revenu fixe	p.6
5. Indices boursiers	p.7
6. Primes de risque	p.8
7. Ligne des marchés des capitaux	p.9
Conclusion	p.10



2 Plus de risque → plus de rendement...

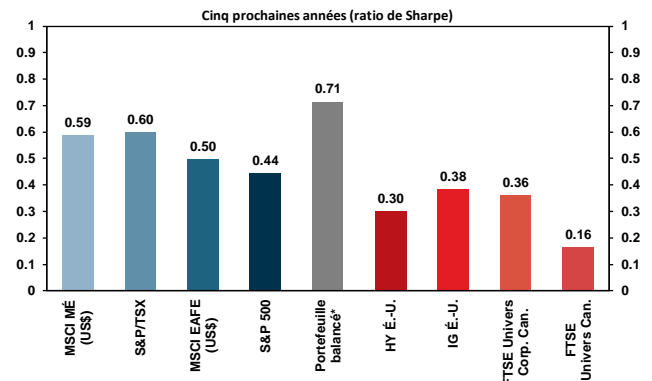


Bureau du chef des placements (données via Refinitiv). * Composé de 25% FTSE Overall Universe, 10% U.S. Investment Grade, 5% U.S. High Yield, 21% S&P 500, 21% S&P/TSX, 12% MSCI EAFE, 6% MSCI EM.

En date du 30 juin 2020



3 ... mais la diversification reste un « repas gratuit »



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv). * Composé de 25% FTSE Overall Universe, 10% U.S. Investment Grade, 5% U.S. High Yield, 21% S&P 500, 21% S&P/TSX, 12% MSCI EAFE, 6% MSCI EM.

En date du 30 juin 2020

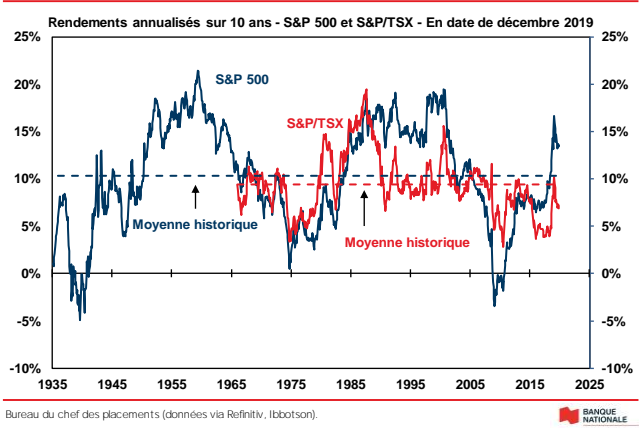


Introduction

Chaque année, nous présentons nos prévisions à long terme concernant les rendements, la volatilité et les corrélations des principales classes d'actifs. Elles constituent la base de notre ligne des marchés des capitaux (LMC), une contribution importante à l'allocation stratégique des actifs (ASA) et aux efforts de construction de portefeuilles de Banque Nationale Investissements.

Clôturent la dernière décennie en hausse de près de 14 % annualisé (environ 400 points de base au-dessus de la norme historique et deux fois plus que le rendement des actions canadiennes), de nombreux investisseurs se sont demandé comment la bourse américaine pourrait continuer d'évoluer au même rythme (graphique 4).

4 Est-ce le temps pour du nouveau leadership?



Si l'on devait s'attendre à une période de rendements plus modestes – comme le concluait l'itération de ce rapport l'année dernière – personne ne pouvait savoir que la nouvelle décennie commencerait par des événements aussi terribles.

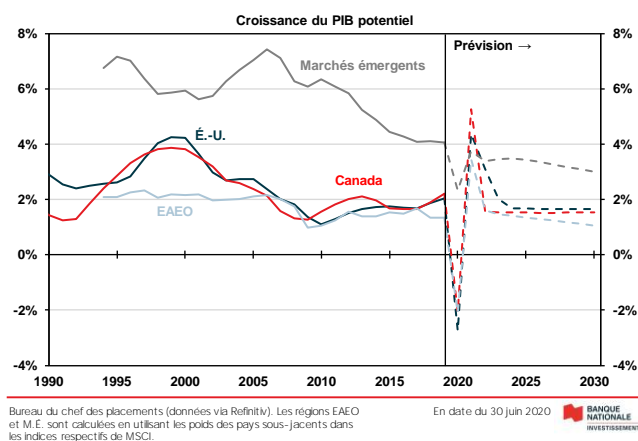
L'arrivée de la COVID-19 et de la Grande cessation change-t-elle tout ? Eh bien, puisque faire des prévisions de marché à long terme signifie travailler avec des moyennes, les hauts et les bas épisodiques n'ont généralement pas trop d'importance : si les actions baissent (montent) au cours d'une année donnée, alors les évaluations s'ajusteront pour refléter le potentiel de hausse (baisse) pour les années à venir. Dans la chaîne d'événements actuelle, les actions ont chuté précipitamment, pour ensuite rebondir presque aussi fortement. Pendant ce temps, les rendements obligataires sont tombés à des niveaux historiquement bas. Alors, où cela nous mène-t-il ?

Pour répondre à cette question, nous devons savoir si la croissance économique et les attentes en matière d'inflation ont été entravées de manière permanente ou temporaire. Il est certain que plus la réouverture complète des économies sera longue, plus les gens auront le sentiment qu'il y a eu une pré- et une post-pandémie. Cela pourrait entraîner une plus grande polarisation, une montée du protectionnisme dans le monde entier et des perturbations dans la chaîne d'approvisionnement. En retour, cela aurait probablement un effet négatif sur l'activité économique potentielle. Toutefois, le résultat final n'est pas clair, car ces effets pourraient être

compensés par une accélération de la transformation numérique en cours. En ce qui concerne l'inflation, on peut légitimement considérer que le contexte actuel de forte contraction économique est déflationniste, avec en tête de liste la baisse marquée des prix des ressources. Toutefois, qu'en est-il des déficits budgétaires à grande échelle et de l'assouplissement quantitatif « illimité » ? Seront-ils inflationnistes à long terme ?

Il n'est pas facile de faire des projections en pleine tempête économique, d'autant plus que ni la cause ni la réponse des autorités budgétaires et monétaires n'ont de comparaison valable dans l'histoire moderne. Dans ces circonstances, nous avons décidé de travailler en partant du principe que le choc pandémique actuel n'aura pas d'effet disproportionné sur la trajectoire de croissance et d'inflation à long terme (graphique 5), une hypothèse que nous aurons certainement l'occasion de réexaminer au fur et à mesure de l'évolution de la situation dans les prochains trimestres.

5 La croissance devrait reprendre post-COVID



Si nous avons raison dans notre évaluation, les actifs à risque continueront d'être plus performants que les actifs plus sûrs. Pour nous en assurer, nous prenons d'abord en compte les tendances à long terme de la croissance économique et de l'inflation, qui constituent la base du taux sans risque. Ensuite, à partir de notre méthodologie de construction, nous calculons les rendements attendus des principales classes d'actifs et les comparons aux primes de risque sur une base historique. Enfin, en utilisant la volatilité et les corrélations, nous régressons la LMC optimale pour former nos recommandations d'ASA.

Martin Lefebvre
Chef des placements
Banque Nationale du Canada

1. Contexte économique

Nous commençons par examiner les tendances de la croissance économique et de l'inflation, car celles-ci forment la fondation de nos prévisions.

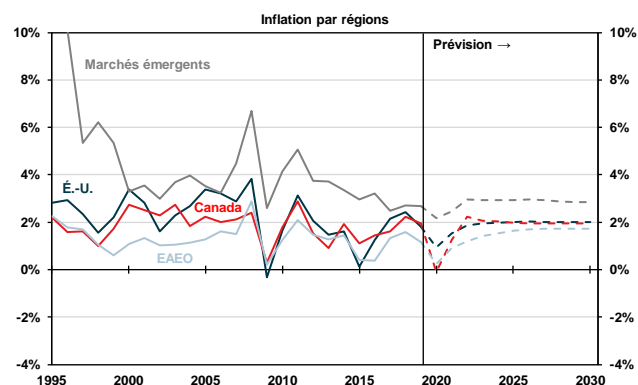
L'évolution potentielle du PIB, combinaison de la productivité (production par personne) et de la croissance de la population active et qui ne varie généralement que structurellement, est un indicateur commun de l'activité économique future. Compte tenu des fermetures forcées liées à la COVID-19, il est évident que la production par personne diminuera considérablement en 2020. Toutefois, à condition que les mesures de confinement soient d'abord partiellement, puis totalement inversées, l'activité économique reprendra. Notre hypothèse de base est que d'ici la mi-2021, la croissance potentielle aura atteint un niveau légèrement inférieur à son taux pré-crise. L'une des raisons est que la montée du protectionnisme et les perturbations de la chaîne d'approvisionnement pourraient compromettre certains des avantages de la mondialisation et entraîner une baisse de l'augmentation de la main-d'œuvre (par l'immigration) et de la productivité (en raison de coûts plus élevés) dans le monde entier. Toutefois, les ajustements à la baisse devraient être mineurs, car certaines des répercussions pourraient être compensées par l'adoption plus précoce des technologies numériques (par exemple, l'automatisation et l'intelligence artificielle).

Sur cette base, la croissance potentielle du PIB réel aux États-Unis devrait être de 1,7 % en moyenne au cours des cinq prochaines années (tableau 1). Le Canada ne sera pas loin derrière, la forte expansion de la population active compensant une partie des gains de productivité plus faibles. À l'étranger, où de nombreuses difficultés structurelles doivent encore être surmontées dans les principaux pays européens et au Japon, la croissance potentielle devrait rester la plus faible dans les pays développés, tandis que les économies émergentes et en développement continueront à connaître le taux de croissance le plus élevé.

Pour ce qui est de l'inflation, nous nous attendions à une accélération en 2020, l'activité économique se rapprochant de la fin du cycle – mesurée par les taux à court terme américains atteignant le taux neutre. Au contraire, l'impact des arrêts de production provoqués par la COVID-19 a été un coup dur pour de nombreux biens de consommation, les prix de l'énergie occupant le premier plan. Bien que nous prévoyions une

stabilisation des prix du pétrole, l'inflation globale restera déprimée par rapport au passé récent, avant que des taux d'intérêt historiquement bas ne l'aident à revenir à ses niveaux cibles (graphique 6). Les risques qui pèsent sur ces perspectives sont toutefois orientés à la hausse. D'une part, l'impact potentiel de la montée du protectionnisme sur le commerce mondial et les perturbations de la chaîne d'approvisionnement entraînerait probablement des pressions à la hausse sur les prix si davantage de biens sont produits localement. D'autre part, les déficits budgétaires à grande échelle et l'assouplissement quantitatif « illimité » sont également perçus par les marchés comme étant inflationnistes, bien que les cas japonais et européens suggèrent que cela pourrait prendre plus de temps que prévu pour que cela se concrétise.

6 L'inflation devrait accélérer avec la réouverture des pays



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv). Les régions EAEO et M.E. sont calculées en utilisant les poids des pays sous-jacents dans les indices respectifs de MSCI. En date du 30 juin 2020. BANQUE NATIONALE INVESTISSEMENTS

En conséquence, l'inflation américaine passera progressivement à près de 0 % en 2020 pour ensuite se rapprocher du taux cible, atteignant en moyenne 1,4 % sur la période. En raison d'une croissance potentielle plus faible en Europe et au Japon et d'un ancrage des anticipations bien en deçà des objectifs des banques centrales, l'inflation dans la zone EAEO restera la plus faible des régions étudiées, tandis que celle des marchés émergents restera la plus élevée (tableau 1).

Tableau 1 Prévisions économiques sur cinq ans (devises locales, taux annualisé)

Pays	Croiss. force de travail	Croiss. productivité	Croiss. réel du potentiel	Inflation	Croiss. nominale du potentiel
États-Unis	0.4%	1.3%	1.5%	1.6%	3.1%
Canada	0.5%	1.0%	1.9%	1.5%	3.4%
EAEO	0.5%	0.6%	1.3%	1.0%	2.3%
Europe	0.4%	0.6%	1.3%	1.1%	2.4%
Pacifique	0.6%	0.5%	1.4%	0.7%	2.1%
Marchés Émergents	0.6%	2.6%	5.7%	2.6%	8.3%

Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

2020-06-30

Croissances force de travail, productivité, et inflation proviennent d'Oxford Economics.

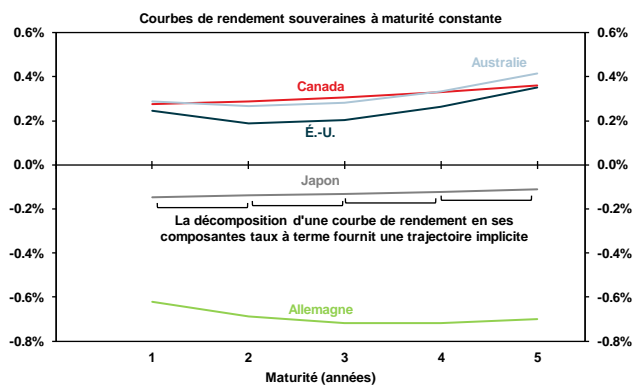
Les chiffres des régions et sous-régions de EAEO et M.E. sont mesurés en utilisant les poids respectifs des pays de leur indice MSCI.

À titre indicatif seulement, sujet à changer, non garant du futur.

2. Taux sans risque

Notre prévision de taux sans risque repose sur deux éléments. D'une part, nous les ancrons sur les taux actuels implicites du marché. Pour cela, nous faisons l'hypothèse simplificatrice que les taux gouvernementaux à court terme évolueront en fonction de leur courbe de rendement respective (graphique 7).

7 La prévisions des taux sans risque grâce aux courbes...



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

En date du 30 juin 2020

Bien que valable en théorie, cette méthode introduit certains biais dans nos prévisions. Par exemple, il est bien connu que les taux à long terme ont tendance à être plus élevés que les taux à court terme (c'est-à-dire qu'il existe une prime de terme¹). C'est pourquoi une deuxième mesure, basée sur un ciblage du taux d'intérêt neutre (communément appelé *r-star* ou *r**), est introduite pour aider à réduire ce biais.

Très simplement, *r** est le taux d'intérêt réel théorique à court terme qui devrait prévaloir lorsque l'inflation est stable et que l'économie est en équilibre (graphique 8). Les banques centrales utilisent ce taux comme guide pour leurs décisions de politique monétaire. Nous profitons de ce fait en supposant que sur un cycle de cinq ans, en moyenne, les banques centrales tenteront d'orienter leur taux cible vers le taux neutre, ce qui nous permet d'estimer un taux sans risque sur la période.

En utilisant la croissance potentielle réelle estimée de chaque pays comme substitut du taux d'intérêt neutre au cours des cinq prochaines années² (tableau 1, page précédente), nous

Tableau 2 Taux sans risque anticipés, sur cinq ans (devises locales, taux annualisé)

Pays	Taux implicite du marché	Ciblage du taux neutre			Taux sans risque anticipé
	Nominal	Réel	+ Inflation	= Nominal	
États-Unis	0.4%	0.8%	2.0%	2.8%	1.6%
Canada	0.4%	0.6%	2.0%	2.6%	1.5%
Allemagne	-0.7%	-0.4%	2.0%	1.6%	0.4%
Japon	-0.1%	0.0%	1.1%	1.2%	0.5%
Australie	0.4%	0.6%	2.5%	3.1%	1.7%

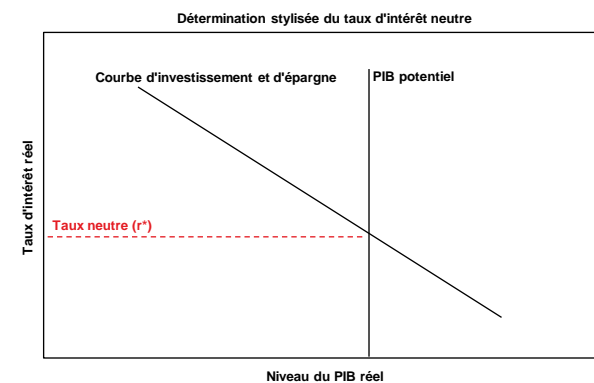
Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

2020-06-30

Prévisions d'inflation via Oxford Economics.

Rendements anticipés pour illustration seulement, sujet à changer, non garant du futur.

8 ... et un estimé du taux neutre anticipé



Bureau du chef des placements

calculons un taux moyen réel sans risque à court terme. À partir de là, nous ajoutons l'inflation. Notre estimation finale du taux sans risque attendu est la moyenne arithmétique entre cette mesure et celle implicite du marché.

Il n'est pas surprenant que nos prévisions restent faibles dans l'ensemble, en particulier pour l'Allemagne et le Japon (0,2 % et 0,1%, respectivement), car ces deux pays affichent toujours des taux négatifs (tableau 2). Toutefois, à mesure que les pressions de récession liées à la COVID-19 s'atténueront au cours des 12 à 18 prochains mois, le rebond économique qui suivra devrait pousser de nombreux banquiers centraux à envisager des hausses de taux – notamment si l'inflation dépasse considérablement les seuils cibles. Pour ce qui est de l'inflation, elle devrait entraîner une hausse des taux d'intérêt gouvernementaux à court terme dans les pays concernés.

¹ Adrian, Crump, et Moench. 2013. "Pricing the Term Structure with Linear Regression"

² Holston, Laubach, and Williams (2017) démontrent que *r** et le PIB potentiel bougent généralement en tandem.

3. Obligations gouvernementales

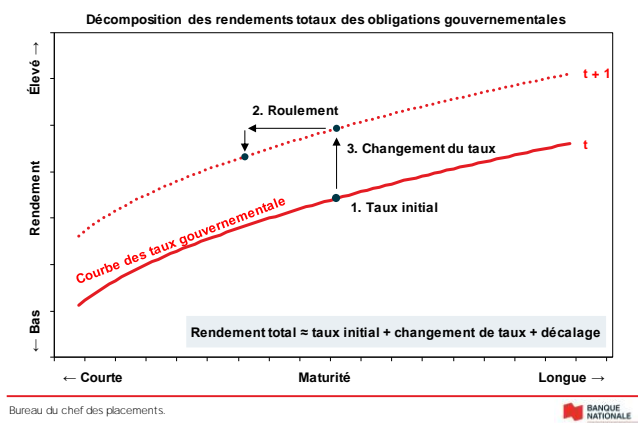
Nous décomposons les rendements des obligations en ses différentes constituantes afin d'isoler le taux initial (la partie revenue), l'effet du roulement et le risque de durée sur les valorisations (la partie appréciation du capital) (graphique 9) :

1. Taux initial. Le rendement total d'une obligation a toujours été fortement corrélé à son taux de départ (graphique 10).
2. Roulement. L'effet de roulement représente l'appréciation du capital obtenue par le vieillissement de l'obligation le long de sa courbe de taux. Une courbe inclinée vers le haut (vers le bas) engendrerait des rendements positifs (négatifs).
3. Changement de taux. À court terme, en raison du risque de durée, une hausse (baisse) des rendements entraînerait probablement d'importantes pertes (gains) en capital et dominerait la performance des obligations. Nous calculons les gains (pertes) en capital par approximation en multipliant la durée par la baisse (augmentation) prévue des rendements annualisés sur cinq ans. Le changement de taux est estimé en prenant la différence entre les taux sans risque actuels et anticipés³, comme indiqué dans le tableau 2 de la section précédente.

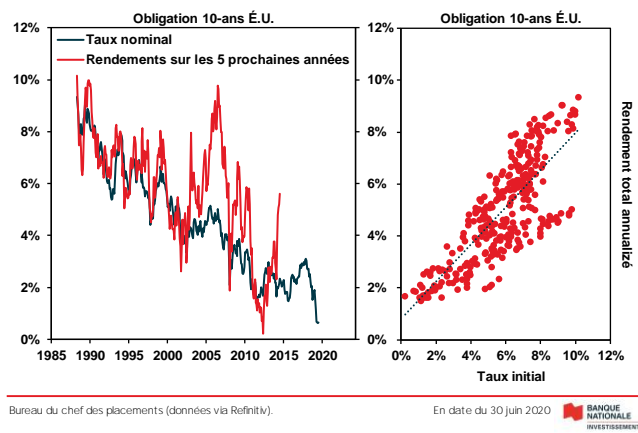
Pour les obligations américaines à 10 ans, en partant d'un taux de 0,7 % à la fin juin 2020 et en tenant compte de l'impact du roulement (+0,6 %) et de l'effet de la hausse des rendements sur les cinq prochaines années (-1,4 %), on obtient un rendement total annualisé prévu de -0,2 % en termes nominaux et de -1,8 % en termes réels (tableau 3). Comme nous prévoyons que le taux à court terme sera en moyenne de 1,4 % sur la même période, cela signifie que la prime de terme négativement observable devrait continuer à se maintenir dans un avenir proche.

En appliquant la même méthodologie aux autres régions, nous constatons que les rendements réels des obligations en devises locales sont négatifs partout. Avec un taux initial négatif et une probable reprise de l'inflation, les obligations européennes offrent la performance la moins attrayante au cours des cinq

9 Composantes du rendement total d'une obligation



10 Les taux prédisent une grande partie du rendement total



prochaines années. Quant au Canada, les rendements devraient ressembler à ceux des États-Unis.

Tableau 3 Obligations gouvernementales, rendement total anticipé sur cinq ans (devises locales, taux annualisé)

Bons du trésor à 10 ans	Revenu + Appréciation du capital =		Rendement total			
	Rendement initiale	Roulement + Chang. taux	Nominal	- Inflation	= Réel	
États-Unis	0.7%	0.6%	-1.8%	-0.6%	1.6%	-2.2%
Canada	0.5%	0.4%	-1.8%	-0.9%	1.5%	-2.4%
Allemagne	-0.5%	0.4%	-1.9%	-1.9%	1.4%	-3.4%
Japon	0.0%	0.4%	-1.0%	-0.6%	0.2%	-0.8%
Australie	0.9%	0.5%	-1.6%	-0.1%	1.5%	-1.6%

Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

Prévisions d'inflation via Oxford Economics.

Rendements anticipés pour illustration seulement, sujet à changer, non garant du futur.

2020-06-30

³ Cette hypothèse implique un déplacement parallèle de la courbe des taux actuels.

4. Indices de revenu fixe

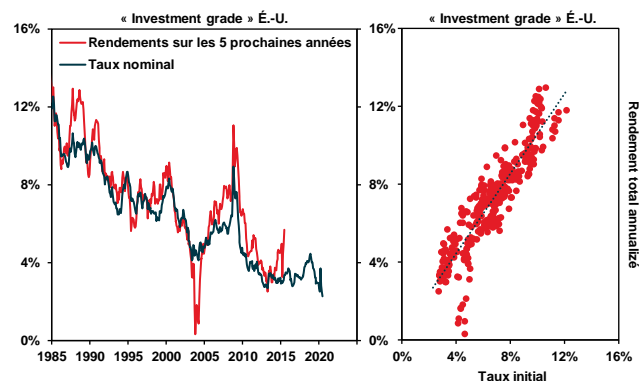
Nous établissons nos prévisions pour les indices de revenu fixe en ajustant comme suit les parties revenu et appréciation du capital de notre méthodologie de base pour les obligations gouvernementales :

1. Revenu. Nous commençons par ajuster le taux de chaque indice pour qu'il corresponde à sa position sur la courbe des écarts de crédit. Ensuite, des revenus supplémentaires peuvent être trouvés dans les écarts de crédit, qui compensent les investisseurs pour avoir pris un risque plus important (graphique 11). Afin de saisir l'impact potentiel de migration ou de défaut, nous appliquons une décote⁴ aux écarts.
2. Appréciation du capital. Nous ajustons notre prévision du roulement pour tenir compte de l'impact de la courbe des écarts de crédit. Nous ajustons ensuite en fonction des variations des taux nominaux (risque de durée) et du mouvement des écarts de crédit par rapport à leur moyenne historique.

Nous prévoyons un rendement moyen d'environ 2,5 % sur les cinq prochaines années pour le IG américain (tableau 4). Cela représente une performance nettement supérieure à celle des bons du Trésor sur la même période, aidée en partie par le resserrement des écarts de crédit des titres qui sont aujourd'hui hautement supérieurs à la moyenne.

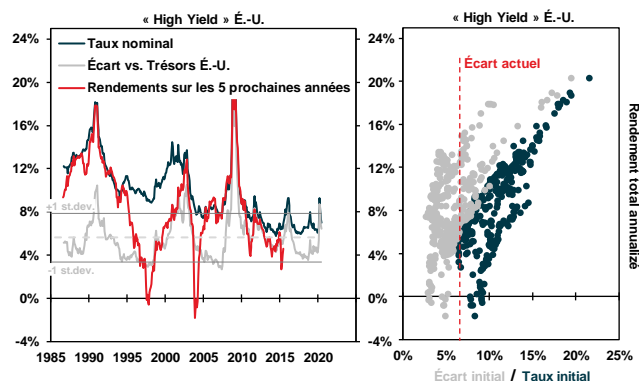
Pour les indices HY, malgré les défauts anticipés dus à l'impact des mesures de confinement, les écarts par rapport à l'indice de référence du Trésor (à 646 points de base à la fin juin) devraient continuer à se resserrer au cours des prochaines années, laissant la classe d'actifs dans une position avantageuse en termes de rendement moyen attendu (graphique 12).

11 Le revenu fixe corporatif dépend lui aussi du taux initial...



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv). En date du 30 juin 2020. BANQUE NATIONALE INVESTISSEMENTS

12 ... tandis que le « High Yield » dépend plus des écarts



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv). En date du 30 juin 2020. BANQUE NATIONALE INVESTISSEMENTS

Tableau 4 Indices de revenu fixe, rendement total anticipé sur cinq ans (taux annualisé)

Indice	Revenu			+ Appréciation du capital			= Rendement total		
	Rend. à durée égale	+ Écart de crédit	+ Migration & défaut	Roulement combiné	+ Chang. taux	+ Éval. des écarts	Nominal	- Inflation	= Réel
BoAML (USD)									
Treasury Master	0.5%	0.0%	0.0%	0.5%	-1.4%	0.5%	0.1%	1.6%	-1.5%
IG Master	0.5%	1.7%	-0.6%	1.5%	-1.6%	0.6%	2.2%	1.6%	0.6%
HY Master	0.2%	6.8%	-4.0%	-	-0.8%	0.9%	3.0%	1.6%	1.4%
FTSE (CAD)									
Univers	0.4%	0.9%	0.0%	0.4%	-1.6%	0.5%	0.6%	1.5%	-0.9%
Gouvernement	0.5%	0.6%	0.0%	0.4%	-1.7%	0.5%	0.3%	1.5%	-1.2%
Corporatif	0.4%	1.7%	-0.3%	0.2%	-1.3%	0.6%	1.3%	1.5%	-0.1%

Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

2020-06-30

Prévisions d'inflation via Oxford Economics.

Rendements anticipés pour illustration seulement, sujet à changer, non garant du futur.

⁴ Nous constatons que depuis 1985, les écarts de crédit aux États-Unis IG et HY expliquent 65 % et 35 %, respectivement, de leur prime de crédit historique.

5. Indices boursiers

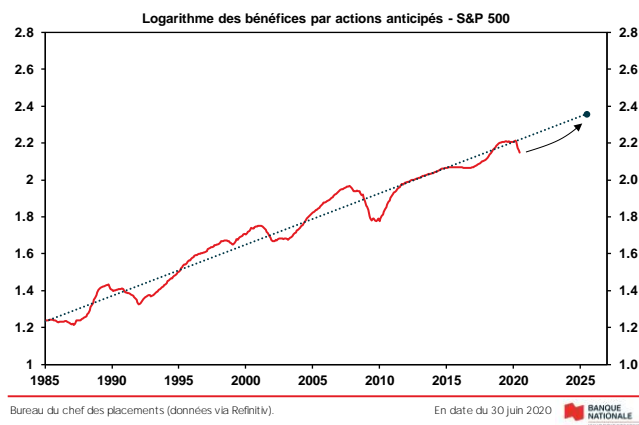
Pour les actions, notre approche est basée sur le modèle d'actualisation des dividendes (DDM) qui stipule que les prix futurs sont la somme du rendement des dividendes, de la croissance attendue des bénéfices par action et de la variation attendue des évaluations :

1. Dividendes. Nous calculons le rendement futur des dividendes par approximation en tant que moyenne simple des cinq dernières années.
2. Les bénéfices. Nos estimations de la croissance des bénéfices sont basées sur trois mesures. Premièrement, nous examinons la croissance moyenne historique du bénéfice par action (BPA). Ensuite, nous comparons le BPA actuel à sa trajectoire afin de déterminer le cheminement probable de son retour vers celle-ci (graphique 13). Enfin, nous établissons des estimations prospectives basées sur le PIB réel par habitant – qui a tendance à être plus stable et étroitement lié aux prévisions du BPA. Nous pondérons chaque mesure de manière égale et annualisons les rendements sur cinq ans.
3. Changements d'évaluation. Comme les ratios cours/bénéfices (C/B) ont tendance à se situer dans la moyenne, nous ajustons⁵ nos prévisions à la baisse (à la hausse) lorsque les valeurs sont supérieures (inférieures) aux moyennes historiques.

Sur cette base, nous constatons que le rendement des actions américaines à grande capitalisation devrait se situer autour de 7,4 % (en taux annualisé) au cours des cinq prochaines années (tableau 5). Bien que ce taux soit nettement inférieur au taux moyen des cinq dernières années, la prime de risque attendue des actions par rapport aux obligations sera probablement beaucoup plus élevée que sa moyenne à long terme (voir la section suivante pour plus de détails).

Pour les petites capitalisations américaines, la croissance historique plus grande et les niveaux actuels de BPA inférieurs

13 Un BPA sous sa tendance laisse de la place pour une hausse



à la tendance se combinent pour un rendement moyen attendu un peu inférieur à 8,7 % pour les cinq prochaines années.

Au Canada, avec un taux de dividendes plus fort et des valorisations moins chères, le rendement total des actions canadiennes de grande capitalisation pourrait dépasser 9 %. Cette situation contraste grandement avec les cinq dernières années, au cours desquelles le TSX a constamment sous-performé son homologue américain, sauf en 2016.

Le rendement total des actions EAEO devrait également se situer autour de 9 %, un rendement en dividendes plus élevé et des valorisations moins chères compensant une croissance plus faible. En raison de leur potentiel de croissance plus élevé et de leurs valorisations équitables, les actions des pays émergents devraient surperformer les marchés développés en devises locales.

Tableau 5 Indices boursiers, rendement totaux anticipés sur cinq ans (devises locales, taux annualisé)

Indices	Revenu +		Appréciation du capital			Rendement total		
	Dividende	(Croiss. BPA + Trajectoire BPA + Croiss. PIB)/2	Réévaluation	Réel	Inflation	Nominal		
S&P 500	2.4%	4.2%	8.4%	2.5%	-1.8%	7.3%		
S&P 600	2.4%	5.9%	11.4%	3.0%	-2.1%	8.7%		
S&P/TSX	3.1%	2.7%	11.9%	3.8%	-1.4%	9.3%		
MSCI EAFE	3.4%	1.3%	12.7%	4.3%	-1.5%	9.0%		
MSCI EM	2.9%	-0.6%	20.9%	5.9%	-1.3%	13.0%		

Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

2020-06-30

Croissance des BPA est une moyenne 15 ans des BPA sur 12 mois de I/B/E/S, ajustée pour l'inflation.

Prévisions d'inflations et des PIB réel par habitant via Oxford Economics (scalaire de 1.2 pour les petites entreprises américaine pour tenir compte du beta plus élevé).

Rendements anticipés pour illustration seulement, sujet à changer, non garant du futur.

⁵ Plus précisément, nous postulons que les ratios C/B convergent vers la moyenne suivant un processus de décroissance exponentielle avec une demi-vie de 10 ans. En optant pour cette méthode, plutôt que pour un processus linéaire, l'impact des réévaluations sur les rendements

totaux lorsque les évaluations sont particulièrement étirées est amplifié par rapport aux périodes où les évaluations sont conformes aux normes historiques.

6. Primes de risque

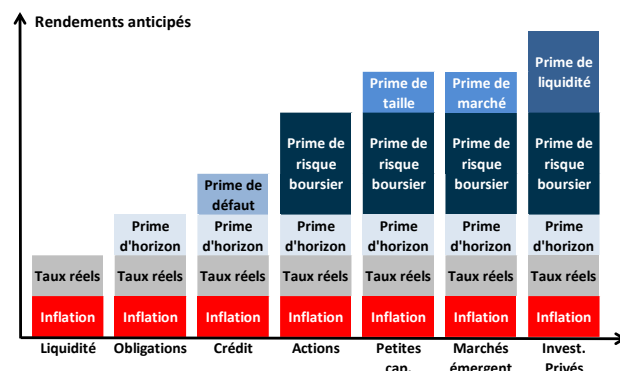
Sur la base des données d'Ibbotson/Morningstar couvrant plusieurs cycles économiques, nous analysons d'abord les rendements annualisés à long terme pour la plupart des grandes catégories d'actifs américains. Les rendements nominaux sont ensuite ajustés en fonction de l'inflation pour obtenir la véritable mesure du pouvoir d'achat dans le temps (tableau 6).

Les primes sont les rendements excédentaires exigés par les investisseurs pour la détention d'actifs risqués au lieu de liquidités (graphique 14 pour le concept et graphique 15 pour les séries historiques). Pour les titres à revenu fixe, elles se rapportent à la structure de la courbe et aux possibilités de défaut chez le crédit. Pour les actions de grandes capitalisations, la prime de risque sur actions (PRA) compense les investisseurs pour les erreurs d'estimation liées à la croissance économique future, aux marges bénéficiaires, aux dividendes, aux évaluations et aux rachats d'actions entre autres. Les petites capitalisations présentent un risque supplémentaire à mesure que les erreurs d'estimation peuvent augmenter. Les investisseurs devraient être dédommages pour la détention d'actifs des marchés émergents, qui manquent de gouvernance et présentent des risques politiques plus élevés. L'illiquidité peut être un problème pour les marchés non cotés, tels que le capital-investissement, les infrastructures et l'immobilier.

Sur la base de nos prévisions de rendement des obligations américaines, du crédit, des actions de grande et de petite capitalisation, nous constatons que les primes de terme, de défaut, d'actions et de taille changeront considérablement au cours des cinq prochaines années.

En bref, comme nous nous attendons à ce que le taux d'intérêt augmente progressivement au cours de l'horizon de prévision, la prime de terme deviendra négative. Ce phénomène contraste avec la performance impressionnante des obligations gouvernementales à long terme au cours des cinq dernières années. Comme nous sommes sur le point d'entamer un nouveau cycle économique, le crédit IG devrait s'en sortir beaucoup mieux. Grâce en grande partie à un taux d'escompte historiquement bas, la prime de risque des actions américaines de grande capitalisation devrait être beaucoup

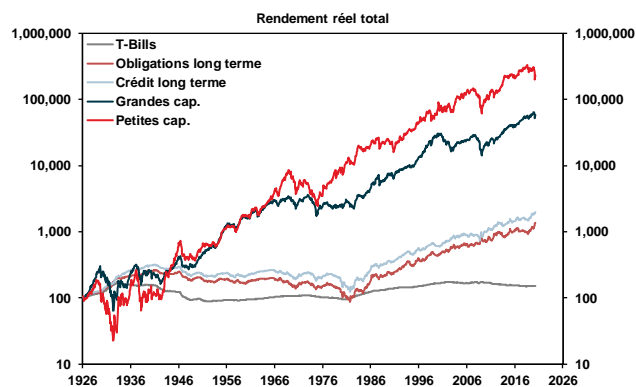
14 Les investisseurs doivent être **compensés**...



Bureau du chef des placements



15 ... pour prendre du risque au fil du temps



Bureau du chef des placements (données via Ibbotson).

En date du 30 juin 2020



plus élevée que les normes historiques. Malgré des valorisations coûteuses, les actions américaines à petite capitalisation pourraient tourner la page sur des années de sous-performance relative et ramener la prime de taille sous les feux de la rampe.

Tableau 6 Rendements, volatilités et primes de risque historiques (depuis 1926)

Classes d'actif É.-U.	Volatilité	Rend. nominal	Rend. réel	Ratio Sharpe	Primes de risque	Période complète	Dernier cinq ans	Prochain cinq ans
Inflation	1.8%	2.9%	- - -	- - -				
T-bills 3 mois (taux sans-risque)	0.9%	3.3%	0.4%	- - -				
Obligations long terme	8.5%	5.7%	2.8%	0.28	Terme	2.3%	7.2%	-1.8%
Crédit long terme (IG)	7.5%	6.2%	3.2%	0.38	Défaut	0.4%	0.9%	2.8%
Actions grandes cap.	18.7%	10.1%	7.1%	0.36	Actions	4.3%	2.3%	7.9%
Actions petites cap.	28.2%	11.6%	8.6%	0.29	Taille	1.5%	-8.8%	1.4%

Bureau du chef des placements (données via Refinitiv, Morningstar/Ibbotson).

2020-06-30

La volatilité annualisée est mesurée à partir des rendements mensuels de janvier 1926 à juillet 2020.

La prime à terme est le rendement excédentaire par rapport au taux sans risque;

Les primes de défaut et d'équité sont le rendement excédentaire par rapport aux obligations à long terme.

La prime de taille est le rendement excédentaire par rapport aux actions de grande capitalisation.

A titre indicatif seulement, sujet à changement, et non garant du futur.

7. Ligne des marchés des capitaux

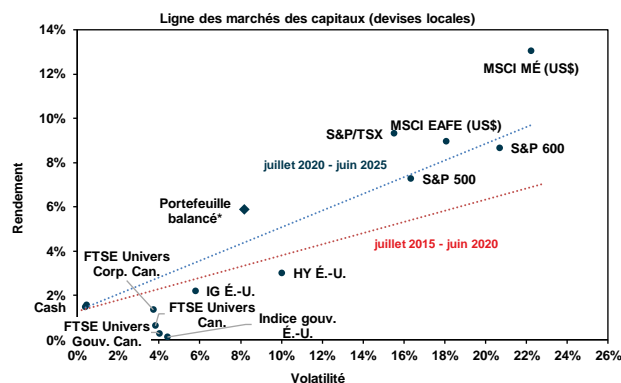
Ici, nous déterminons la volatilité et les corrélations pour toutes les classes d'actifs étudiées afin de parvenir à la ligne optimale des marchés des capitaux.

Étant donné que la volatilité suit généralement un processus de retour à la moyenne, nous estimons que la moyenne historique est particulièrement représentative de ce à quoi les années à venir devraient ressembler. Ainsi, nous établissons des corrélations entre les actifs sur la base des 20 dernières années (tableau 7) et nous estimons la volatilité future en utilisant la même fenêtre historique. Nous comparons ensuite les cinq prochaines années avec les cinq dernières en termes de rendement, de volatilité et de rapport risque/rendement.

Globalement (graphique 16), nous constatons que la ligne optimale d'actifs financiers pour les cinq prochaines années a légèrement augmenté, en grande partie en raison de la baisse des rendements attendus des produits à revenu fixe, mais aussi d'un potentiel plus élevé chez les actions.

Le graphique 16 met également en évidence les avantages d'un portefeuille équilibré. Souvent surnommée « le seul repas gratuit » sur les marchés de capitaux, la diversification des investissements sous la forme d'un portefeuille équilibré permettrait à l'investisseur de se positionner confortablement au-dessus de la LMC. En effet, un tel portefeuille présente un ratio de Sharpe plus élevé que toute autre classe d'actifs étudiée.

16 Une surperformance ajustée au risque est à prévoir chez les actions



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv) * Composé de 25% FTSE Overall Universe, 10% U.S. Investment Grade, 5% U.S. High Yield, 2% S&P 500, 2% S&P/TSX, 12% MSCI EAFE, 6% MSCIEM En date du 30 juin 2020 BANQUE NATIONALE INVESTISSEMENTS

Tableau 7 Matrice de corrélations (devises locales)

Indices	Écart-type	Cash Can.	Cash É.-U.	FTSE Univers Corp. Can.	FTSE Univers Can.	FTSE Univers Gov. Can.	Indice gov. É.-U.	Oblig. gov. 10-ans Can.	IG É.-U.	Oblig. gov. 10-ans É.-U.	CAD.USD	HY É.-U.	S&P/TSX	S&P 500	MSCI EAFE (US\$)	S&P 600	MSCI MÉ (US\$)
Cash Can.	0.4%		0.9	(0.1)	0.1	0.2	0.5	0.4	(0.2)	0.5	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.5)	(0.5)	(0.4)
Cash É.-U.	0.5%	0.8		(0.1)	0.1	0.1	0.4	0.3	(0.2)	0.4	(0.2)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
FTSE Univers Corp. Can.	3.7%	(0.0)	(0.1)		0.9	0.8	0.2	0.5	0.8	0.2	0.1	0.6	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
FTSE Univers Can.	3.8%	0.1	(0.0)	0.9		1.0	0.6	0.8	0.7	0.6	(0.2)	0.2	0.2	0.1	0.1	0.0	0.1
FTSE Univers Gov. Can.	4.0%	0.1	0.0	0.8	1.0		0.7	0.9	0.5	0.6	(0.2)	0.1	0.1	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.0)
Indice gov. É.-U.	4.4%	0.2	0.2	0.5	0.7	0.8		0.8	0.2	1.0	(0.2)	(0.3)	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(0.5)	(0.3)
Oblig. gov. 10-ans Can.	5.5%	0.1	0.1	0.7	0.9	0.9	0.9		0.2	0.8	(0.4)	(0.3)	(0.2)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.3)
IG É.-U.	5.8%	(0.1)	(0.1)	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5		0.2	0.4	0.8	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
Oblig. gov. 10-ans É.-U.	7.3%	0.1	0.1	0.5	0.7	0.8	1.0	0.9	0.5		(0.2)	(0.3)	(0.4)	(0.5)	(0.4)	(0.5)	(0.3)
CAD.USD	8.4%	(0.0)	0.0	0.0	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.3)	0.3	(0.2)		0.6	0.5	0.5	0.6	0.5	0.6
HY É.-U.	10.0%	(0.2)	(0.2)	0.4	0.1	0.0	(0.2)	(0.1)	0.6	(0.2)	0.5		0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
S&P/TSX	15.5%	(0.1)	(0.1)	0.2	0.0	(0.1)	(0.3)	(0.2)	0.4	(0.3)	0.5	0.7		0.9	0.8	0.9	0.7
S&P 500	16.3%	(0.2)	(0.2)	0.1	(0.1)	(0.1)	(0.3)	(0.3)	0.3	(0.3)	0.5	0.7	0.8		0.9	0.9	0.8
MSCI EAFE (US\$)	18.1%	(0.1)	(0.1)	0.1	(0.0)	(0.1)	(0.3)	(0.3)	0.4	(0.3)	0.6	0.7	0.8	0.9		0.8	0.9
S&P 600	20.7%	(0.2)	(0.2)	0.1	(0.1)	(0.2)	(0.4)	(0.3)	0.3	(0.4)	0.5	0.7	0.8	0.9	0.8		0.7
MSCI MÉ (US\$)	22.2%	(0.1)	(0.1)	0.2	(0.0)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	0.4	(0.2)	0.6	0.7	0.8	0.8	0.9	0.7	

Corrélation des rend. mensuels des 5 dernières années

Corrélation des rend. mensuels des 20 dernières années

Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

2020-06-30

L'écart-type annualisé est mesuré en utilisant les rendements mensuels des cinq dernières années.

Conclusion

Comme toute prévision, les projections à long terme sont intrinsèquement sujettes à d'importantes incertitudes. C'est pourquoi toutes estimations précises doivent être prises avec un grain de sel. Le travail reste néanmoins particulièrement indispensable, surtout si l'on considère l'approche modulaire que nous avons adoptée.

Étant donné que les prévisions de rendement de chaque classe d'actifs dépendent en partie d'une classe d'actifs ultérieure, nous pouvons être sûrs de la cohérence et de la comparabilité de nos prévisions. Grâce à cela, des mesures relatives telles que les différences de rendement ajustées au risque deviennent particulièrement précieuses. Si une prévision spécifique peut être erronée dans un sens ou dans l'autre en raison simplement de chocs idiosyncrasiques, l'écart de performance entre elles est susceptible de rester relativement stable. En d'autres termes, même s'il est difficile de dire si le S&P 500 réalisera un rendement de 7 %, 8 % ou un autre chiffre au cours des cinq prochaines années, nous pouvons être confiant qu'il surpassera ses homologues plus sûrs tels que l'indice IG américain ou le HY américain - à la fois en termes absolus et en tenant compte du risque.

Cette année n'a pas fait exception à la règle. Sur la base de notre méthodologie et de nos hypothèses, nous constatons que, de toutes les classes d'actifs, les produits à revenu fixe sûrs sont les plus fortement valorisés à l'heure actuelle et que leurs rendements réels moyens devraient être négatifs au cours des cinq prochaines années. C'est pourquoi nous continuons à voir un potentiel plus important dans les actions.

Comme les valorisations des actions américaines à grande capitalisation sont élevées en termes absolus et relatifs, une rotation du leadership vers d'autres régions est à prévoir, les marchés émergents semblant se trouver dans une position avantageuse pour en profiter. Les actions canadiennes semblent également prêtes à inverser leur sous-performance des dix dernières années, bien que cette conclusion purement arithmétique ne tienne pas compte de leur forte pondération dans les sociétés énergétiques, qui resteront probablement sous pression au cours des prochaines années. Les petites

capitalisations américaines pourraient rebondir, ravivant ainsi la prime de taille.

En somme, le rendement moyen attendu pour un portefeuille équilibré canadien (60 % en actions et 40 % en obligations) ne devrait pas dépasser 6 % (C\$) avec une volatilité annualisée de 8,2 %, un résultat similaire à celui des cinq dernières années. Une fois de plus, cela montre que la diversification est essentielle, car un portefeuille équilibré doit offrir la meilleure performance ajustée aux risques parmi toutes les classes d'actifs étudiées.

Bureau du chef des placements
cio-office@bnc.ca

Martin Lefebvre
Chef des placements
et stratège

Simon - Carl Dunberry
Analyste en chef

Louis Lajoie
Analyste principal

Nicolas Charlton
Analyste

La Banque Nationale du Canada (BNC) 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 interprétés comme une sollicitation d'offre d'achat ou de vente des valeurs ci-mentionnées. La BNC 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 BNC 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.