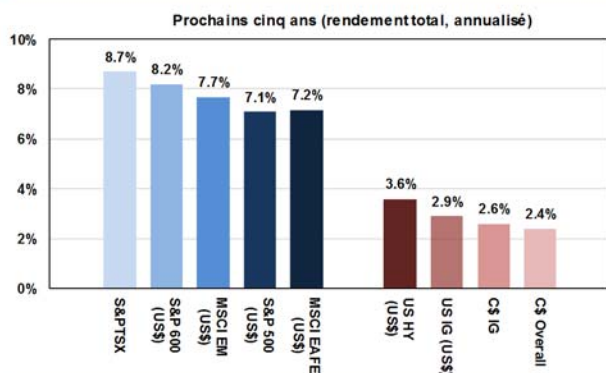


Incorporer un ralentissement inévitable

Sommaire exécutif

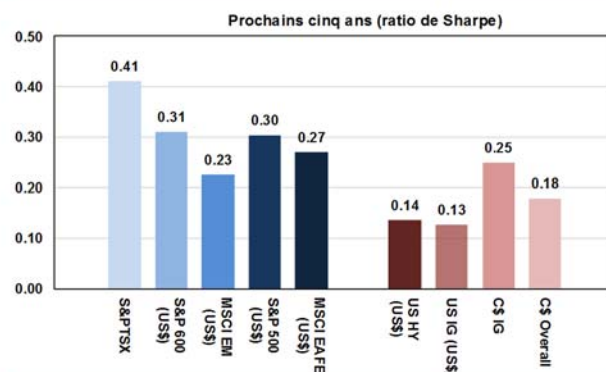
- > Les perspectives économiques pour les cinq prochaines années sont relativement saines, avec la poursuite d'une croissance modérée et d'une inflation faible. Toutefois, les risques qui pèsent sur le scénario sont importants, et la possibilité d'une récession, bien que peu profonde, ne peut être écartée. À cet égard, l'environnement d'investissement devrait demeurer difficile, entraînant une plus grande volatilité des actifs et accroître les erreurs d'estimation autour des prévisions.
- > Notre premier réflexe serait d'appeler à la prudence. Toutefois, selon les évaluations actuelles, les actifs à risque devraient continuer d'offrir des rendements totaux supérieurs, tant sur une base absolue que rajustée en fonction du risque (**graphiques 1 et 2**).
- > Par rapport aux estimations de l'an dernier, nous constatons que les rendements obligataires prévus sont généralement plus faibles. Cela s'explique principalement par la baisse des rendements de départ à la suite d'une recrudescence de l'incertitude liée au ralentissement de la croissance mondiale et au différend commercial à la fin de 2018. Ainsi, le rendement nominal des obligations de référence aux États-Unis devrait s'établir en moyenne à 1,4 % au cours des cinq prochaines années. Avec un rendement à échéance plus faible, le rendement moyen de l'indice de référence canadien sera inférieur à 1%.
- > Les indices de crédit s'en tireront mieux avec des rendements de départ ajustés en fonction de la durée plus élevés. Toutefois, l'aplatissement de la courbe de rendement indique qu'un élargissement des écarts de crédit est à prévoir, ce qui pourrait limiter le potentiel de hausse pour les sociétés émettrices plus risquées.
- > En raison d'une forte remontée des cours boursiers au premier trimestre de 2019, les marchés boursiers américains semblent relativement chers tant sur le plan historique que géographique. Par conséquent, nous prévoyons que les rendements pour les cinq prochaines années (+7,1 %) seront environ la moitié de ceux des cinq années précédentes. Pendant ce temps, avec des valorisations moins chères, les actions canadiennes (+8,7 %) devraient rebondir après une période difficile de sous-performance chronique.
- > Dans l'ensemble, le rendement d'un portefeuille équilibré diversifié (50 % obligations/50 % actions) pourrait atteindre 5,2 % en moyenne d'ici 2023, soit une performance similaire aux cinq dernières années.

1 Rendements anticipés



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv)

2 Ratio rendement sur risque



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv)

Introduction

Chaque année, nous présentons nos prévisions à long terme concernant le rendement, la volatilité et les corrélations des principales catégories d'actifs. Ils forment la base de notre ligne de Marché des capitaux (LMC), un élément important de l'allocation stratégique de l'actif (ASA) de Banque Nationale Investissements.

En 2018, les choses ont vraiment débuté selon ce que nous avions prévu, avec des rendements obligataires en hausse et des actions offrant des rendements volatils, mais positifs. Toutefois, alors que la croissance mondiale commençait à s'essouffler et que les risques géopolitiques s'accumulaient, les marchés se sont soudainement embourbés, incitant la Réserve fédérale (Fed) à rassurer les investisseurs que la politique monétaire n'était pas sur une trajectoire prédéfinie.

Comme nos prévisions à long terme sont des moyennes sur cinq ans, la correction de 11,2 % que l'indice boursier mondial a connue en 2018 (MSCI ACWI US\$) ne signifie-t-elle pas que les rendements des quatre prochaines années seront en moyenne légèrement supérieurs aux prévisions ? Avec le départ canon des principales places boursières en 2019, c'est certainement ce que l'on peut penser. Mais, toutes choses égales par ailleurs, plus nous terminons cette année en force, plus les quatre prochaines seront faibles.

Pour nous en assurer, à la section 1, nous commençons par mettre à jour l'historique des primes de risque, la base de ce à quoi les investisseurs devraient s'attendre tout au long d'un cycle de vie. Toutefois, comme le rendement passé n'est pas garant du futur, les hypothèses à long terme ne sont qu'un point de départ. Malgré les preuves empiriques de la stabilité des primes de risque, les rendements des classes d'actifs ne sont pas à l'abri d'une croissance négative d'une année à l'autre. D'autres facteurs doivent donc être pris en considération. Ainsi, dans la section 2, nous tenons compte des tendances de croissance économique et d'inflation. Ensuite, à partir de la méthode modulaire que nous avons décrite l'an dernier, nous calculons, dans la section 3, les rendements prévus rajustés en fonction de l'évaluation pour les principales catégories d'actifs. Enfin, dans la section 4, en nous basant sur la volatilité et les corrélations historiques, nous régressons la LMC

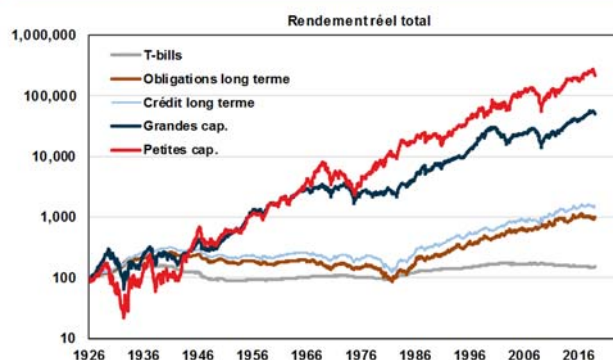
optimale. Des recommandations sur la répartition stratégique de l'actif sont formulées en conséquence à la section 5.

1. Primes de risque historiques

À partir des données d'Ibbotson/Morningstar couvrant plusieurs cycles économiques, nous analysons d'abord les rendements annualisés à long terme de la plupart des principales catégories d'actifs américains. Les rendements nominaux sont ensuite ajustés en fonction de l'inflation pour obtenir la mesure réelle du pouvoir d'achat au fil du temps (tableau 1).

Les primes sont des rendements excédentaires exigés par les investisseurs pour détenir des actifs risqués plutôt que des liquidités (graphique 1 pour le concept et graphique 2 pour les séries historiques). Pour les titres à revenu fixe, ils se rapportent à la structure de la courbe et aux risques de défaut de crédit. Pour les actions de grande capitalisation, la prime de risque sur actions compense, entre autres choses, les erreurs d'estimation des investisseurs liées à la croissance économique future, aux marges bénéficiaires, aux dividendes, aux évaluations, aux rachats d'actions et au coût des capitaux propres. Les petites capitalisations comportent un risque supplémentaire alors que le potentiel d'erreur d'estimation augmente. Les investisseurs devraient être indemnisés pour la détention d'actifs de marchés émergents, qui manquent de gouvernance et comportent des risques politiques plus élevés. Le manque de liquidité peut être un problème pour les marchés non cotés, comme les marchés des capitaux privés, l'infrastructure et de l'immobilier.

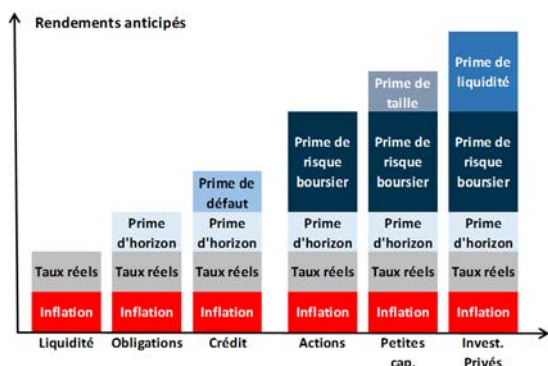
4 ... pour prendre des risques au fil du temps



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv)



3 Les investisseurs doivent être compensés...



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv)



2. Environnement économique

Nous examinons les tendances de la croissance potentielle et de l'inflation, qui constituent la base du taux sans risque.

2.1 Croissance économique

La croissance potentielle du PIB réel, qui représente une combinaison de la productivité (production par personne) et de la croissance de la population active – qui ont toutes deux tendance à ne varier que structurellement – est un indicateur commun de l'activité économique future.

Sur cette base, la croissance potentielle du PIB réel peut être estimée à environ 2 % aux États-Unis. Cette évolution est conforme aux prévisions du *Congressional Budget Office* (CBO), qui estime que la croissance sous-jacente devrait atteindre 2 % en moyenne jusqu'en 2023 (graphique 5).

Il s'agit d'un peu plus que la moyenne des prévisions de croissance du PIB réel du Fonds monétaire international (FMI), qui indiquent un ralentissement graduel, passant de 2,3 % en 2019 à environ 1,6 % en 2023, vraisemblablement en raison de l'effet retardé des récentes augmentations du taux d'intérêt directeur (tableau 2).

Le Canada ne sera pas loin derrière. Mais, avec des gains de productivité plus faibles, la croissance moyenne du PIB réel devrait être un peu plus faible au cours des cinq prochaines années.

Outre-mer, avec de nombreuses difficultés structurelles encore à surmonter dans les principaux pays européens et au Japon, la croissance potentielle devrait rester la plus faible des nations développées. Les économies émergentes et en développement continueront d'afficher le taux de croissance le plus élevé, mais comme

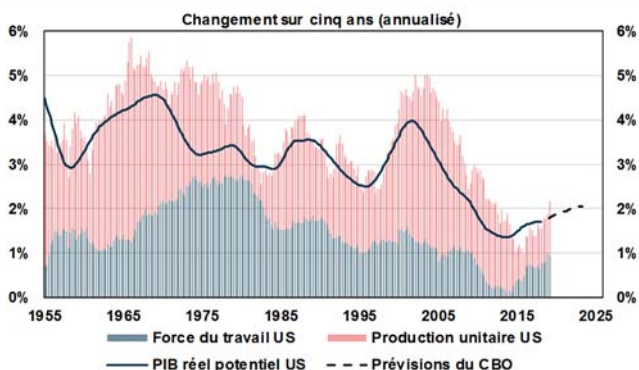
Tableau 1 Primes de risque annualisées historiques (1926-2018, USD)

Classes d'actifs US	Volatilité	Rend. Nominal	Rend. Réel	Sharpe ratio	Primes de risque	
Inflation	1.8%	2.9%	---	---		
T-bills 3 mois (taux sans risque)	0.9%	3.3%	0.4%	---		
Titres du trésor à long terme	8.4%	5.5%	2.5%	25.3%	Terme	2.1%
Titres corporatifs à long terme (IG)	7.5%	5.9%	3.0%	34.8%	Défaut	0.5%
Actions grandes capitalisations	18.7%	10.0%	6.9%	35.7%	Action	4.4%
Actions petites capitalisations	28.3%	11.8%	8.6%	29.8%	Taille	1.7%

Bureau du chef des placements (data de Refinitiv)
Séries historiques de Morningstar/Ibbotson

la Chine poursuit son processus de désendettement et entre dans une phase plus avancée de son évolution, la croissance devrait être inférieure d'environ 1% à celle des cinq dernières années.

5 Le potentiel de croissance US en hausse



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv)



2.2 Les attentes d'inflation

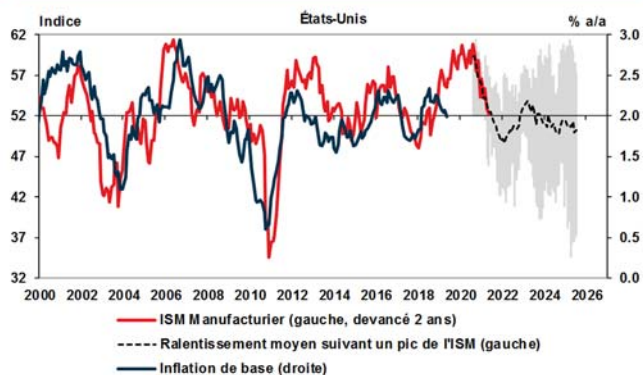
En général, l'inflation est un indicateur retardé du cycle économique. Aux États-Unis, plus précisément, les prix sont fonction de l'activité économique, du dollar américain (qui influe à la fois sur les prix des importations et sur la valeur des produits de base) et du marché du travail (par l'effet de transmission des salaires).

Sur le plan de l'activité, bien que les effets retardés de la forte hausse de l'activité manufacturière (qui est passée d'un creux au début de 2016 à un sommet à l'été 2018) devraient continuer à exercer des pressions à la hausse sur l'inflation à court terme, l'histoire montre que, de ce niveau de croissance très élevé, on peut s'attendre à un quelconque ralentissement. Vraisemblablement, cela contribuerait à mener l'inflation sous-jacente à ralentir et à s'achever, en moyenne, aux alentours de 2% (graphique 6).

Cette évolution est conforme aux prévisions du FMI selon lesquelles le taux d'inflation annualisé aux États-Unis devrait s'accélérer, passant de 2% en 2019 à 2,7% en 2020, avant de redescendre à 2,2% pour le reste de la période de cinq ans (tableau 2).

Toutefois, cela pourrait se situer dans la partie supérieure de l'échelle de prévision, car une reprise de la productivité aux États-Unis laisse supposer que les pressions salariales resteront modérées (graphique 7).

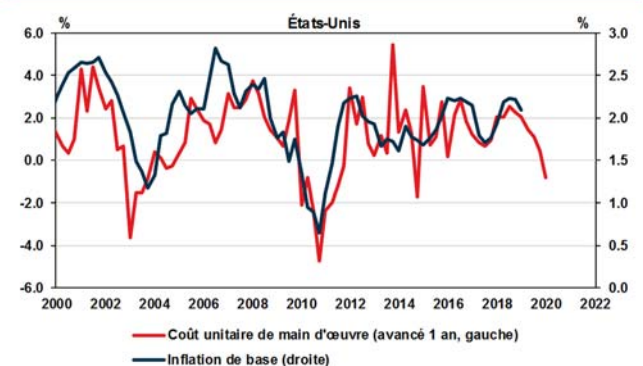
6 Pression haussière sur l'inflation transitoire...



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv)



7 ... alors que les pressions salariales restent faibles



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv)



Tableau 2 Prévisions économiques sur cinq ans (devises locales, taux annualisé)

Countries	Croiss. force de travail	Croiss. Productivité	Croiss. du potentiel	PIB réel	Inflation	PIB nominal
United States	0.5%	1.4%	2.0%	1.8%	2.3%	3.9%
Canada	0.9%	0.6%	1.6%	1.7%	2.0%	3.7%
Germany	0.3%	0.8%	1.3%	1.3%	1.9%	3.5%
Japan	-0.1%	0.8%	0.7%	0.6%	1.3%	1.3%
Australia	1.7%	0.8%	2.6%	2.6%	2.4%	4.8%
China	0.1%	5.5%	5.7%	5.9%	2.7%	8.2%

Bureau du chef des placements (data de Refinitiv)

2019-06-26

Estimations de croissance de la force de travail, de la productivité et du potentiel d'Oxford economics.

Prévisions d'inflation et du PIB du Fonds monétaire international.

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

3. Évaluation des actifs

Nous déconstruisons les rendements prévus pour différentes catégories d'actifs en fonction des évaluations courantes afin d'estimer les primes rajustées pour les cinq prochaines années.

3.1 Taux d'intérêt sans risque

Les rendements en espèces sont liés aux politiques monétaires des banques centrales, qui sont à leur tour fonction du potentiel de croissance et des anticipations d'inflation.

Selon les dernières projections médianes du F.O.M.C. (juin 2019), le Comité continue de considérer l'expansion soutenue de l'activité économique, la vigueur du marché du travail et l'inflation proche de l'objectif symétrique de 2 % de la Fed comme les résultats les plus probables, mais les incertitudes concernant ces perspectives ont augmenté. En raison de ces incertitudes et de la modération des pressions inflationnistes, de nombreux membres votants estiment que le niveau des fonds fédéraux américains devrait d'abord être réduit de 50 points de base à 1,9 % au cours des douze prochains mois, avant de pouvoir être ramené à un niveau stable à long terme de 2,5 % (graphique 8).

C'est plus que ce que les participants au marché fixent actuellement, mais il est conforme au taux naturel ou neutre (le taux auquel l'économie tourne à son plein potentiel sans causer de pressions inflationnistes) (graphique 9).

D'après les projections d'inflation (voir la section ci-dessus) et l'approche symétrique de la politique monétaire de la Réserve fédérale en matière de cibles d'inflation, nous ne prévoyons pas que le taux des fonds fédéraux dépassera en moyenne 2,25 % d'ici 2023.

3.2 Obligations gouvernementales

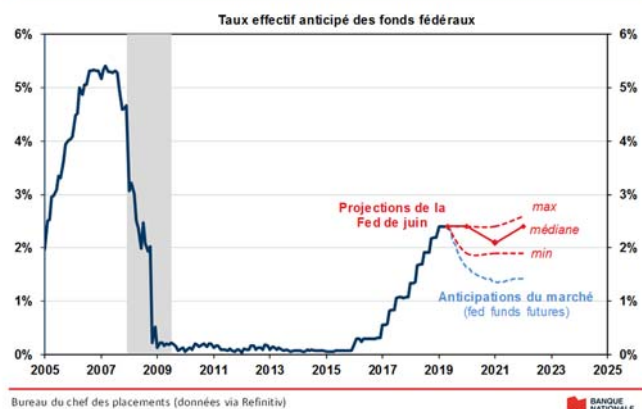
En 2017, compte tenu d'une reprise de l'activité économique et d'une réévaluation des attentes d'inflation, nous prévoyions que la hausse des taux d'intérêt à court et à long terme continuerait d'entraîner des rendements obligataires négatifs. Après un départ en force en 2018, ce scénario s'est arrêté net. Tandis que la croissance mondiale montrait des signes de lassitude et que les risques géopolitiques augmentaient - la guerre commerciale sino-américaine au premier plan - les marchés boursiers sont tombés au bord du marasme, incitant la Fed à mettre le resserrement monétaire au second plan. En l'espace de six mois environ, les rendements des billets américains à 10 ans ont perdu 125 points de base, passant d'un sommet de 3,25 % en novembre 2018 à un creux de 2,00 % en juin. Ce faisant, les taux sont retournés à un creux de deux ans (graphique 10).

Avec une inversion de la courbe des taux pour la première fois depuis 2007, de nombreux investisseurs craignent que le ralentissement de la croissance mondiale ne se poursuive et ne conduise à une récession. C'est loin d'être assuré et comprendre la nature de l'inversion actuelle de la courbe de rendement peut certainement nous éclairer sur ce qui nous attend. Mais, avec la Fed en marge, la perspective de rendements beaucoup plus élevés que le taux d'équilibre à long terme semble un peu exagérée dans un contexte de prime de terme négative.

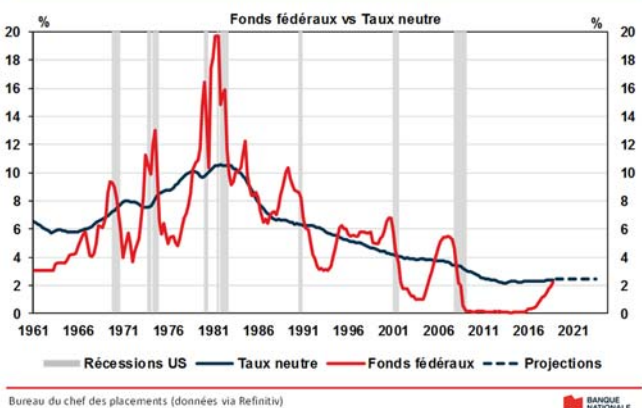
Qu'est-ce que cela signifie pour les investisseurs ? Sur la base d'une approche modulaire, nous déconstruisons les rendements obligataires en différentes composantes afin d'isoler le rendement (la partie revenu) et l'effet de diminution des échéances et de risque de durée sur les évaluations (la partie appréciation du capital) :

1. **Revenu.** À long terme, le rendement d'une obligation s'explique principalement par son rendement (graphique 11).
2. **Diminution des échéances.** L'effet de diminution (*roll-down*) représente l'appréciation du capital découlant du vieillissement de l'obligation le long d'une courbe de rendement ascendante. Comme la courbe des taux s'est considérablement aplatie au cours des dernières années, l'effet de décalage est devenu plus négligeable.

8 Les baisses projetées des fonds fédéraux...



9 ... garderaient la politique en territoire accommodant



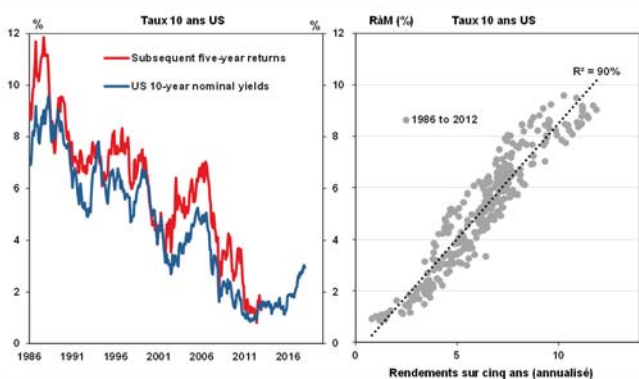
10 De retour à un creux de deux ans pour les 10 ans US



3. **Modification de l'évaluation.** À court terme, en raison du risque lié à la durée, une hausse (baisse) des rendements entraînerait probablement d'importantes pertes (gains) en capital et dominerait les rendements obligataires. Nous substituons les gains (pertes) en capital par la durée multipliée par la baisse (augmentation) prévue des rendements, divisée par le nombre d'années.

Par conséquent, la prime de défaut joue un rôle plus important et il faut accorder plus de poids aux écarts. Lorsqu'ils se rétrécissent à un écart-type sous la moyenne, les rendements quinquennaux subséquents sont à leur plus bas niveau. En revanche, l'achat de HY lorsque les écarts de rendement sont deux fois supérieurs à la moyenne a toujours produit des rendements à deux chiffres pour les cinq prochaines années (graphiques 12 et 13).

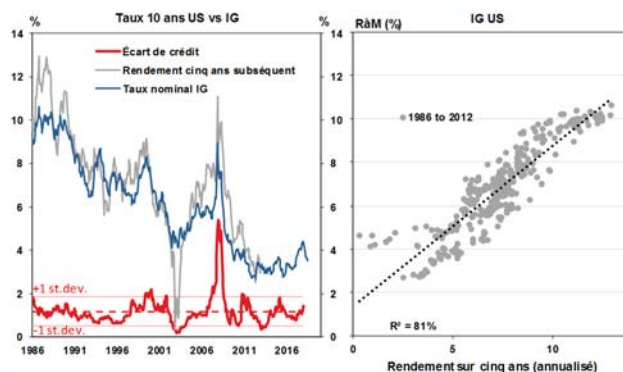
11 Rendements expliqués par le taux de départ



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv)



12 Le taux de départ important pour le IG...



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv)



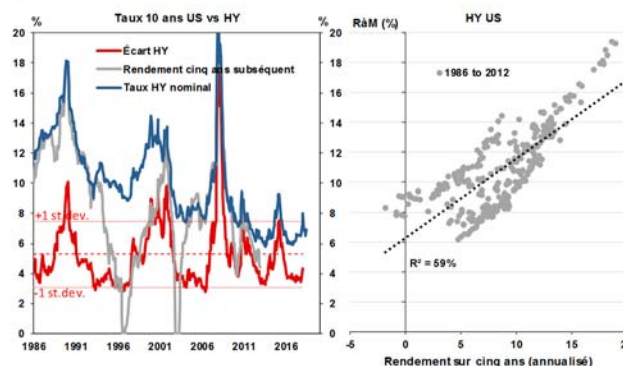
Dans le cas des obligations de référence américaines, en partant d'un rendement courant de 2,0 % et en tenant compte de l'incidence de la baisse progressive (les attentes ont été réduites en raison de l'aplatissement de la courbe de rendement) et de l'effet proportionnel de la hausse des rendements au cours des cinq prochaines années, on obtient un rendement total annualisé prévu de 1,4 % en termes nominaux (tableau 3). Comme nous prévoyons que les obligations à court terme s'établiront en moyenne à 2,25 % au cours de la même période, cela signifie que la prime de terme négative actuellement observable devrait se maintenir dans un proche avenir.

En appliquant la même méthodologie à d'autres régions, nous constatons que les rendements obligataires en monnaie locale semblent se situer à l'extrémité supérieure du spectre aux États-Unis. Le Canada n'est pas très loin derrière, mais avec un rendement initial inférieur, le rendement moyen devrait être inférieur à 1 % au cours des cinq prochaines années. Les rendements réels attendus sont négatifs dans toutes les régions.

3.3 Crédit

En ce qui concerne les émissions de première qualité (IG), nous constatons que le rendement à l'échéance (YTM) explique environ 80 % des rendements quinquennaux subséquents, avec un rendement relatif supérieur lorsque les écarts se rétrécissent. Pour les titres à haut rendement (HY), le YTM explique environ 60 % des rendements futurs.

13 ... mais l'écart de crédit joue un rôle important pour le HY



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv)



Nous établissons nos prévisions pour les indices de crédit en ajustant comme suit les composantes revenu et appréciation du capital de notre méthode modulaire :

Tableau 3 Rendement total anticipé des obligations de référence (devises locales, taux annualisé)

10-year Treasury notes	Revenu + Appréciation du capital =			Rendement total		
	Rendement	Roll-down + Rate change		Nominal - Inflation =	Real	
United States	2.0%	0.3%	-0.9%	1.4%	2.3%	-0.9%
Canada	1.4%	0.1%	-0.8%	0.8%	2.0%	-1.2%
Japan	-0.2%	0.1%	0.0%	-0.1%	1.3%	-1.3%
Germany	-0.3%	0.3%	-0.1%	-0.1%	1.9%	-2.0%
Australia	1.3%	0.2%	-1.0%	0.5%	2.4%	-1.9%

Bureau du chef des placements (data de Refinitiv)

Prévisions d'inflation du Fonds monétaire international.

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

2019-06-26

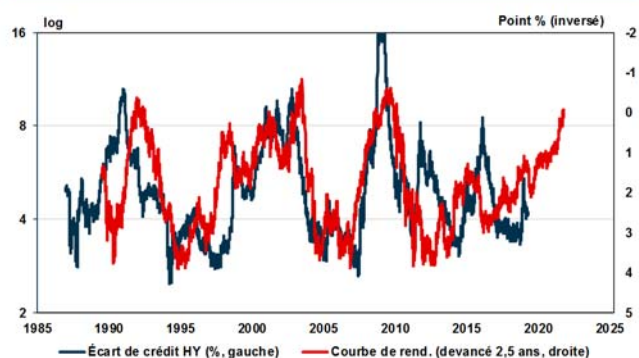
- 1. Revenu.** Nous commençons par ajuster la prime de terme en fonction de la durée des indices de crédit. Des revenus supplémentaires peuvent être trouvés dans les écarts de taux, ce qui compense les investisseurs qui prennent des risques. Afin de tenir compte de l'incidence éventuelle d'une révision à la baisse des cotes de crédit (migration des obligations) ou d'une perte par défaut prévue, nous appliquons un taux de décote aux écarts de taux. Spécifiquement, nous trouvons que les écarts de crédit IG et HY, expliquent 70% et 40% de leur prime de risque historique, respectivement.
- 2. Appréciation du capital.** Nous ajustons ensuite l'effet de diminution pour tenir compte de l'incidence des écarts de taux sur les rendements obligataires de référence. Nous considérons les variations des rendements nominaux (risque lié à la durée) et de l'incidence de l'écart des écarts par rapport aux tendances à long terme.

Nous nous attendons à ce que l'IG américain affiche un rendement d'environ 2,9 %, en moyenne, au cours des cinq prochaines années (tableau 4), soit un rendement environ 150 points de base supérieur aux obligations de référence du Trésor au cours de la même période. Cela s'explique en partie par des coupons plus élevés et une durée plus courte.

En ce qui concerne les obligations à haut rendement (HY), nous nous attendons à ce que l'incidence du resserrement passé de la politique monétaire soit propice à un ralentissement (comme le montre l'aplatissement de la courbe de rendement). Par conséquent, les écarts par rapport à l'indice de référence du Trésor (actuellement à 425 points de base) devraient augmenter progressivement au cours des prochaines années (graphique 14), réduisant un peu le rendement potentiel comparativement aux estimations de l'année dernière.

Au Canada, comme nous prévoyons que les rendements augmenteront lentement au cours des cinq prochaines années en raison d'une légère accélération de la croissance et de l'inflation, les indices de crédit devraient continuer d'offrir le plus de valeur aux investisseurs.

14 La courbe de rendement signale un élargissement des écarts



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv)



2.6 Actions

En ce qui concerne les actions, notre méthode de prévision des rendements à long terme est fondée sur le modèle d'actualisation des dividendes, selon lequel les prix futurs sont la somme du rendement des dividendes, de la croissance tendancielle prévue des bénéfices et de l'évolution anticipée des valorisations :

- 1. Rendement.** Nous calculons le taux de rendement prévu des dividendes en fonction de la moyenne des cinq derniers exercices.
- 2. Appréciation du capital.** Nos estimations quant à la croissance des bénéfices sont à deux volets. Premièrement, nous examinons la croissance tendancielle annualisée historique des gains réels. Deuxièmement, nous établissons des estimations prospectives fondées sur le PIB réel par habitant – qui a tendance à être plus stable et plus étroitement lié aux prévisions de bénéfices. Nous appliquons un coefficient de pondération de 50 % aux deux mesures et nous annualisons le rendement au cours des cinq prochaines années.
- 3. Modification de l'évaluation.** Comme le ratio cours/bénéfice (C/B) a tendance à revenir à la moyenne, nous ajustons nos prévisions à la baisse (hausse) lorsque les valeurs sont supérieures (inférieures) aux moyennes historiques.

Tableau 4 Rendement total anticipé des indices de crédit (taux annualisé)

Credit indices	Revenu			+ Appréciation du capital			= Rendement total		
	Rend. à durée égale	+ Écart de crédit	+ Pertes & défaut	Décalage combiné	+ Effet chang. Taux	+ Évaluation des écarts	Nominal	- Inflation	= Réel
BoAML (USD)									
Treasury Master	1.9%	-0.1%	0.0%	0.2%	-0.6%	0.5%	1.9%	2.3%	-0.4%
IG Master	1.9%	1.3%	-0.4%	0.6%	-0.7%	0.1%	2.9%	2.3%	0.6%
HY Master	1.7%	4.5%	-2.7%	1.2%	-0.4%	-0.7%	3.6%	2.3%	1.3%
FTSE/TMX (CAD)									
Universe	1.4%	0.7%	0.0%	0.1%	-0.7%	0.9%	2.3%	2.0%	0.3%
Corps	1.4%	1.2%	-0.2%	0.1%	-0.6%	0.7%	2.6%	2.0%	0.6%
Short	1.4%	0.3%	0.0%	0.1%	-0.3%	0.9%	2.4%	2.0%	0.4%
Mid	1.4%	0.6%	0.0%	0.1%	-0.6%	0.4%	1.8%	2.0%	-0.1%
Long	1.6%	1.1%	-0.1%	0.1%	-0.8%	0.6%	2.6%	2.0%	0.6%

Bureau du chef des placements (data de Refinitiv)

2019-06-26

Prévisions d'inflation du Fonds monétaire international.

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

Sur cette base, nous constatons que les rendements des actions américaines à grande capitalisation devraient se situer autour de 7,1 %, à un taux annualisé, au cours des cinq prochaines années (tableau 5). Bien que ce taux soit nettement inférieur au taux d'appréciation moyen des cinq dernières années, la prime de risque sur actions attendue par rapport aux obligations devrait rester supérieure aux valeurs historiques.

Pour nous en assurer, nous examinons d'autres mesures d'évaluation. Le ratio CAPE de Shiller s'établissait à 29,8 en mars, ce qui, une fois corrigé de la tendance, suggère que les actions de grande capitalisation devraient croître à un rythme d'environ 8 %. C'est un peu plus élevé que notre DDM, mais l'horizon temporel (le meilleur ajustement est les dix années suivantes) est également plus long (graphique 15).

raison d'un potentiel de croissance plus élevé et de valorisations plus justes, les actions EM (\$ US) devraient surperformer les marchés développés en termes nominaux.

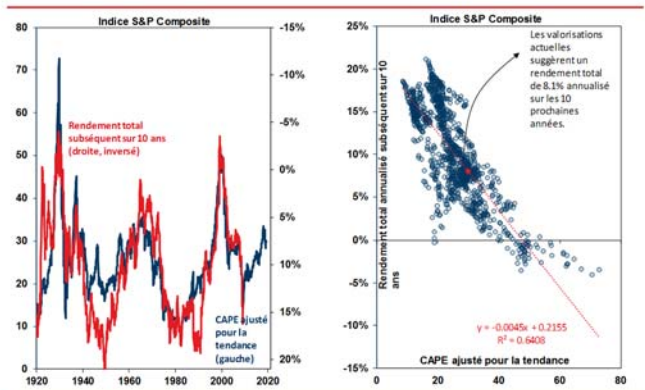
4. Ligne Marché des capitaux

Pour l'ensemble, nous déterminons la volatilité et la corrélation des catégories d'actifs à l'étude afin de trouver la ligne optimale pour le marché des capitaux.

4.1 Volatilité

Comme la volatilité suit un processus de retour à la moyenne (graphique 16), nous estimons que la moyenne historique est la plus représentative de ce à quoi devraient ressembler les années à venir. Nous comparons les cinq prochaines années avec les cinq dernières en termes de rendement, de volatilité et de ratio risque-rendement (tableau 6 à la page suivante).

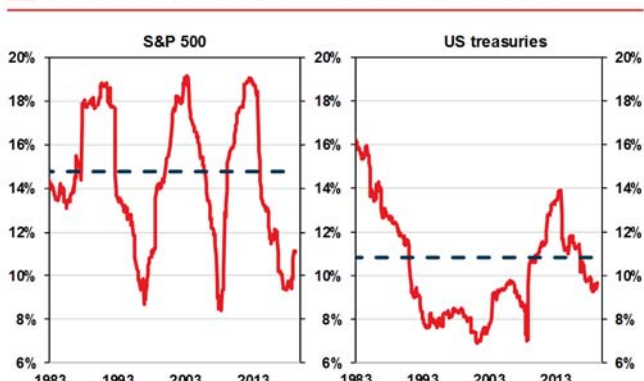
15 Les évaluations pointent vers des rendements décents



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv)



16 Écart-type sur cinq ans des rendements totaux



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv)



En ce qui concerne les petites capitalisations américaines, la croissance tendancielle plus élevée des bénéfices fait en sorte que notre rendement moyen prévu dépasse légèrement 8 % pour les cinq prochaines années, ce qui laisse la prime de taille bien en deçà des normes historiques.

Au Canada, le potentiel de croissance est un peu moins élevé qu'aux États-Unis. Toutefois, avec un rendement en dividendes plus élevé et des valorisations moins élevées, le rendement total des actions canadiennes de grande capitalisation pourrait atteindre près de 8,7 % en moyenne jusqu'en 2023. Il s'agit d'un contraste frappant par rapport aux cinq dernières années, alors que la Bourse de Toronto a constamment sous-performé son homologue américaine, sauf en 2016.

Le rendement total des actions EAEO (\$ US) devrait également se situer autour de 7 %, la hausse du taux de dividende et les valorisations bon marché compensant le ralentissement de la croissance prévue. En

4.2 Corrélations

Nous établissons la corrélation entre les actifs à partir des données disponibles pour les 20 dernières années (tableau 7 à la page suivante). Cela représente plus de deux cycles économiques complets, ce qui nous permet de contourner les tendances récentes ou comportements anormaux.

4.3 Ligne Marché des capitaux

Nous constatons que la ligne de marché des capitaux s'est légèrement accentuée, en grande partie en raison de la baisse des rendements prévus des produits à revenu fixe, mais aussi du potentiel plus élevé des actions canadiennes (graphique 17 à la page 9).

Tableau 5 Rendement total anticipé des marchés boursiers (devises locales, taux annualisé)

Country/Style	Revenu + Appréciation du capital =				Rendement total		
	Dividendes	EPS growth +	GDP per capita)/2	+ Évaluation	Réel	+ Inflation	= Nominal
S&P 500	2.00%	4.47%	1.00%	0.06%	4.79%	2.29%	7.08%
S&P 600	1.38%	5.92%	1.20%	0.99%	5.92%	2.29%	8.21%
S&P/TSX	2.91%	4.16%	0.78%	1.33%	6.70%	1.98%	8.69%
MSCI EAFE	2.84%	4.11%	1.11%	0.05%	5.50%	1.65%	7.16%
MSCI EM	2.98%	0.82%	3.59%	-0.30%	4.89%	2.81%	7.69%

Bureau du chef des placements (data de Refinitiv)

2019-06-26

Prévisions d'inflation du Fonds Monétaire International. Bénéfice par action (BPA) est croissance réalisée depuis 1990 à taux annualisé.

Pour les petites cap US nous rajoutons 2 % au PIB per capita pour tenir compte de la prime de risque historique.

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

Tableau 6 Rendement total et volatilité (trim/trim, annualisé)

Classe d'actif	Dernier cinq ans			Prochains cinq ans		
	Volatilité réalisée	Rend. Réalisé	Ratio Rend./risque	Volatilité historique	Rend. espéré	Ratio Rend./risque
T-bill 30 jours (USD)	0.39%	0.74%	---	0.18%	2.25%	---
BoAML Investment grade credit (USD)	4.14%	3.74%	72.43%	5.15%	2.90%	12.62%
BoAML high yield (USD)	6.16%	4.69%	64.08%	9.98%	3.60%	13.53%
BoAML Trésor long terme (USD)	9.75%	5.36%	47.33%	11.24%	1.30%	-8.45%
FTSE/TMX Univers court terme (CAD)	1.26%	1.87%	89.30%	2.23%	2.30%	25.49%
FTSE/TMX Univers sociétés (CAD)	3.03%	3.90%	104.16%	3.49%	2.60%	24.89%
FTSE/TMX Univers total (CAD)	3.67%	3.77%	82.66%	3.73%	2.40%	17.93%
FTSE/TMX Univers moyen terme (CAD)	3.55%	3.77%	85.31%	4.06%	1.80%	1.71%
FTSE/TMX Univers long-term (CAD)	7.58%	6.42%	74.86%	6.75%	2.60%	12.88%
Actions canadiennes	10.49%	5.44%	44.76%	15.66%	8.69%	41.12%
Actions US grandes sociétés (USD)	10.53%	10.80%	95.53%	15.92%	7.08%	30.33%
Actions US petites sociétés (USD)	14.00%	8.51%	55.44%	19.19%	8.21%	31.06%
MSCI EAFE (USD)	11.23%	2.81%	18.43%	18.23%	7.16%	26.93%
MSCI EM (USD)	13.91%	4.06%	23.84%	24.15%	7.69%	22.53%

Bureau du chef des placements (data via refinitiv)

2019-06-26

Volatilité historique remont aux 20 dernières années

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

Tableau 7 Matrice de corrélation

Assets (local currency)	Beta vs S&P 500 Std dev	Cash	Oblig. long terme	US IG	US HY	S&P TSX	MSCI EAFE	S&P 500	S&P 600	MSCI EM equity	Commodités	Placements privés	Agriculture	Immobilier privé	Terres à bois
Cash	0.6% (0.00)	1.00													
Oblig. long terme	10.3% (0.21)	0.05	1.00												
US IG	5.2% 0.07	(0.02)	0.58	1.00											
US HY	9.0% 0.39	(0.15)	(0.14)	0.55	1.00										
S&P TSX	13.6% 0.72	(0.03)	(0.22)	0.26	0.62	1.00									
MSCI EAFE	16.3% 0.96	(0.08)	(0.25)	0.32	0.69	0.76	1.00								
S&P 500	14.6% 1.00	(0.10)	(0.30)	0.19	0.64	0.77	0.86	1.00							
S&P 600	19.4% 1.11	(0.09)	(0.31)	0.14	0.64	0.75	0.76	0.83	1.00						
MSCI EM equity	21.6% 1.13	(0.05)	(0.21)	0.32	0.70	0.78	0.86	0.76	0.72	1.00					
Commodités	16.3% 0.40	0.08	(0.23)	0.18	0.41	0.55	0.49	0.36	0.34	0.52	1.00				
Placements privés	8.4% 0.75	(0.08)	(0.52)	0.10	0.63	0.77	0.87	0.94	0.84	0.77	0.20	1.00			
Agriculture	2.7% 0.03	(0.01)	(0.04)	(0.12)	(0.04)	0.08	0.15	0.11	0.10	0.10	(0.09)	0.14	1.00		
Immobilier privé	1.3% 0.02	0.29	(0.00)	(0.14)	(0.08)	0.14	0.17	0.19	0.15	0.04	0.17	0.19	0.19	1.00	
Terres à bois	2.4% (0.00)	0.22	0.08	(0.10)	(0.15)	0.05	0.09	(0.00)	(0.08)	0.03	(0.04)	(0.01)	0.71	0.31	1.00

Bureau du chef des placements (data de Refinitiv)

Historical data since December 1998

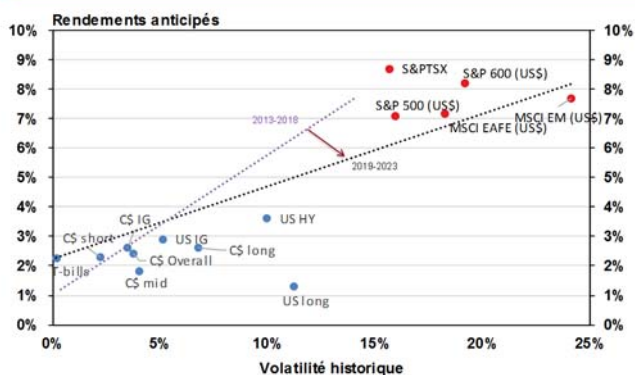
* Liquidité, obligations, actions et commodités sont de fréquences mensuelles; Placements privés sont de fréquences trimestrielles.

5. Conclusions

Notre principal scénario pour les cinq prochaines années est relativement sain, avec la poursuite d'une croissance modérée et d'une inflation faible. Toutefois, les risques qui pèsent sur les perspectives sont importants, et la possibilité d'une récession, bien que peu profonde, ne peut être écartée. À cet égard, l'environnement d'investissement devrait demeurer difficile, entraîner une plus grande volatilité des actifs et accroître les erreurs d'estimation autour des prévisions.

Comparativement aux estimations de l'an dernier, nous constatons que les rendements obligataires prévus sont généralement plus faibles. Cela s'explique principalement par la baisse des rendements de départ à la suite d'une recrudescence de l'incertitude liée au différend commercial à la fin de 2018. Ainsi, le rendement nominal des obligations de référence aux États-Unis ne devrait être en moyenne que de 1% au cours des cinq prochaines années. Les indices de crédit s'en tireront un peu mieux avec des rendements de départ ajustés en fonction de la

17 Ligne des marchés des capitaux



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv)



durée plus élevés. Toutefois, l'élargissement des écarts, comme le suggère l'aplatissement de la courbe de rendement, ajoute à l'incertitude quant au rendement à venir.

En raison d'une forte remontée des cours boursiers au premier trimestre de 2019, les marchés boursiers américains semblent relativement chers, tant du point de vue historique que géographique. Ainsi, nous prévoyons que les rendements pour les cinq prochaines années (+7,1 %) seront bien plus faibles que ceux des cinq années précédentes.

Au Canada, le potentiel de croissance devrait être un peu moins élevé qu'aux États-Unis. Toutefois, avec un rendement en dividendes plus élevé et des valorisations moins élevées, le rendement total des actions canadiennes de grande capitalisation pourrait atteindre 9 % en moyenne d'ici 2023. Il s'agit d'un contraste frappant par rapport aux

cinq dernières années, alors que la Bourse de Toronto a constamment sous-performé son homologue américaine, sauf en 2016.

Le rendement total des actions EAEO devrait également se situer autour de 6 %, avec un taux de dividende plus élevé et des valorisations bon marché qui compensent la croissance plus faible. En raison d'un potentiel de croissance plus élevé et de valorisations plus justes, les actions EM devraient surperformer les marchés développés en termes nominaux en monnaie locale.

Dans l'ensemble, cela signifie que le rendement moyen d'un portefeuille équilibré pour les cinq prochaines années devrait équivaloir aux cinq dernières, mais les contributions seront différentes (graphique 18).

18 Croissances similaires... contributions différentes

Portefeuille équilibré (rend. total, annualisé)

Référence	Poids	Dernier cinq ans	Prochain cinq ans	Différence
FTSE TMX	50%	3.77%	2.40%	-1.37%
TSX	17.50%	5.44%	8.69%	3.25%
S&P 500	17.50%	10.80%	7.08%	-3.72%
MSCI EAFE	10.00%	2.81%	7.16%	4.35%
MSCI EM	5.00%	4.06%	7.69%	3.63%
	100%	5.21%	5.06%	-0.15%

Bureau du chef des placements (données via Refinitiv)

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



Bureau du chef des placements

Cio-office@bnc.ca

Martin Lefebvre

Chef des placements

Simon-Carl Dunberry

Analyste principal

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.