

30 novembre 2022

Stratégie de placement

Perspectives du marché 2023



Brian G. Belski

Stratège en chef des investissements
BMO Capital Markets Corp.
212-885-4151
brian.belski@bmo.com

Sooyun Hong
Analyste, Stratégie de placements
et États-Unis
BMO Capital Markets Corp.
212-885-5117
sooyun.hong@bmo.com

Nicholas Rocanova, CFA

Spécialiste principal en stratégie – Placements
BMO Capital Markets Corp.
212-885-4179
nicholas.rocanova@bmo.com

Andrew Birstingl

Adjoint principal, Stratégie de placement
BMO Capital Markets Corp.
212-885-4172
andrew.birstingl@bmo.com

Ryan Bohren, CFA

Stratège des placements
BMO Nesbitt Burns Inc.
416-359-4993
ryan.bohren@bmo.com

Lexi Wang, CFA

Analyste quantitative
BMO Capital Markets Corp.
404 825-9397
lexi.wang@bmo.com

-16 h 01 HE

Veillez consulter les déclarations qui figurent aux pages 34 à 37
et qui contiennent notamment l'attestation de l'analyste.

Table des matières

Perspectives du marché pour 2023 – États-Unis.....	3 – 11
Zoom thématique : rapatriement 2.0	12 – 15
Recommandations sectorielles aux États-Unis.....	16 – 17
Stratégie en matière de taille et de style aux États-Unis	18 – 22
Perspectives du marché pour 2023 – Canada	3 – 11
Recommandations sectorielles au Canada	31 – 32
Stratégie en matière de taille et de style au Canada	33

Perspectives du marché 2023 – États-Unis

L'ère des gains favorisés par la liquidité est probablement révolue

Tout compte fait, l'année 2022 restera dans les mémoires comme celle où la réalité a frappé le monde des placements. Ils sont loin, les jours qui ont suivi la grande crise financière, caractérisés par la détente monétaire et des gains généralement faciles pour les actions et obligations. Au contraire, les réalités d'une inflation plus élevée (qui était à vrai dire induite en partie par les politiques monétaires et budgétaires) et de ses effets sur les marchés et l'économie ont entraîné la première érosion prolongée (plus longue que trois mois) des rendements des placements depuis 2008. Précisons d'emblée que des taux d'intérêt nuls et une inflation nulle n'ont rien de normal. Malheureusement, toute une génération d'investisseurs semble croire depuis la fin de 2007 que les actions ne sont en hausse que si les taux d'intérêt baissent. Ce phénomène s'est encore accentué depuis le début de la pandémie de COVID-19, mais ce mantra était déjà bien établi avant. À vrai dire, les liquidités exorbitantes injectées dans le système en 2020-2021 ont amplifié ces tendances, et la gravité a pris le relais. Le temps est maintenant venu pour un peu de modération. En d'autres mots, la grande relâche vers la normalité a commencé. Fait à regretter, la plupart des investisseurs ont beaucoup de difficulté à digérer cette réalité compte tenu du scénario des 14 dernières années. En ajoutant à cela le stress post-traumatique de la pandémie de COVID-19 et ce que cela annonce pour la nouvelle normalité de la société, rien d'étonnant à ce que les marchés, sans parler de la civilisation, soient à cran.

Mais les nouvelles ne sont pas toutes mauvaises. Nous sommes d'avis que cette « grande relâche » et ce « retour à la normale » sont, en fait, une bonne nouvelle – avec quelques plaies et bosses en cours de route.

Notre travail montre que les marchés haussiers prolongés peuvent avoir, auront et devraient avoir des périodes de rendements négatifs ou nuls, et même des épisodes baissiers cycliques – comme nous en avons vécus en 2022. Ces périodes sont traditionnellement considérées comme des phases de consolidation saines et indispensables qui génèrent habituellement de nouveaux leaders sur les marchés boursiers. Bien que nous restions convaincus que les actions américaines connaîtront de nouveaux gains durant les dernières semaines de 2022 alors que les pressions baissières se relâchent, une grande part de ces gains réactifs à court terme seront probablement conjugués à un apaisement de l'inflation, à des effets saisonniers et au dénouement forcé du pessimisme excessif des investisseurs. C'est pourquoi ces derniers rechercheront sans doute les titres alimentés par la liquidité et survenus de façon opportuniste. Cependant, nous estimons que les trois à cinq prochaines années s'avèreront très différentes sur le plan du leadership avec la normalisation des conditions de placement.

Le processus de normalisation ne sera pas sans heurts pendant que les investisseurs redimensionneront leurs attentes

D'après nous, le chemin vers la normalisation touche beaucoup de choses, dont les rendements boursiers, la croissance des bénéfices, la valorisation, les taux d'intérêt, l'inflation et la croissance économique. Ce « processus de normalisation » est donc une sorte de marathon, et non un sprint. Ce ne sera pas confortable pour la plupart des investisseurs qui ont eu de plus en plus recours à des stratégies de placement réactives et excessivement à court terme depuis dix ans. Par conséquent, la réalité et le bon sens nous disent que les stratégies fondées sur la réaction et le momentum et centrées sur des points de données macroéconomiques prendront quelque temps à se dénouer. Ce faisant, nous croyons que la réalité d'un scénario de taux d'intérêt supérieur à zéro, d'une croissance des bénéfices de moins de dix pour cent, d'une modération des valorisations et d'un rendement boursier correspondant à sa moyenne historique engendrera des stratégies de sélection d'actions plus actives, définies par des caractéristiques ascendantes plutôt que par les données macroéconomiques. De plus, il est très probable que les actions américaines soient aux premiers stades d'une reprise pluriannuelle des placements de valeur classiques et des actions à faible et moyenne capitalisation. Cela ressort particulièrement des prouesses réalisées sur le marché intérieur par les sociétés axées sur les États-Unis dans un paysage mondial qui, selon nous, reste plusieurs années derrière le marché américain en ce qui a trait à la solidité des bilans, à la production de flux de trésorerie et à la stabilité des bénéfices. Nous sommes donc convaincus que les investisseurs non américains qui hésitaient à investir dans les actions américaines depuis quelques années n'auront d'autre choix que de réorienter leur portefeuille vers les États-Unis.

Encore une fois, c'est un marathon, pas un sprint. Les sprinters sont assurés de réagir à la décélération des bénéfices et au potentiel d'une légère récession pendant les premiers mois de 2023. Dans notre perception, le marché baissier

cyclique des actions de concert avec une inversion prolongée de la courbe des taux a déjà indiqué aux investisseurs **qu'une récession se produira. Par conséquent, nous ne voyons pas l'intérêt de débattre de la question**, et nous nous préparons plutôt pour la suite des choses. Ainsi, nous sommes convaincus que le marché des actions américaines verra **les cours augmenter légèrement par rapport aux niveaux actuels. Cependant, la trajectoire sera probablement loin d'être linéaire** : le marché reste **centré presque constamment sur l'actualité et les données** macroéconomiques, et les décisions de la Fed devraient générer des occasions sur fond de fluctuations du marché pendant une bonne partie de 2023, à mesure que les réalités de la normalité se clarifieront de plus en plus, et que les stratégies axées sur le momentum commenceront à échouer de façon plus manifeste. Pour notre part, nous nous positionnerons en conséquence en **fonction d'un contexte fondamental** où il faudra être agile et rapide en 2023. Nous serons donc vraisemblablement plus actifs dans le positionnement sectoriel et celui de notre portefeuille en général, de même que dans nos prévisions globales concernant le marché par rapport à nos méthodes passées, caractérisées par une faible rotation et un positionnement et des projections plus constants. Attachez votre ceinture – la route vers la normalité nous confrontera à la vérité et à la réalité – ce qui est une très bonne chose.

Modèles de détermination des cours cibles de fin d'année 2023 du S&P

Cours cible du S&P 500 : 4 300

Pour la première fois depuis de nombreuses années, notre enthousiasme pour le potentiel de rendement du marché boursier l'an prochain est relativement tempéré. Nous nous attendons encore à une remontée du S&P 500 en décembre, même si les actions n'atteignent pas notre cours cible de fin d'année de 4 300 en 2022. Malheureusement, nous croyons qu'il sera difficile pour les actions de terminer 2023 beaucoup plus haut que les niveaux actuels et prévus, compte tenu du bras de fer en cours entre les messages de la Fed et les attentes du marché. Bien que nous ayons bien accueilli le plus récent rapport sur l'IPC, une seule série de chiffres meilleure que prévu n'annonce pas la fin de l'alerte, d'après nous. De notre point de vue, la Fed a énoncé clairement ses intentions – ce qui signifie au moins encore quelques hausses de taux lors des prochaines réunions du FOMC, suivies par une période de pause *prolongée*, ce que le marché n'a pas encore pleinement intégré selon nous. De plus, si l'IPC s'avère dans le futur plus élevé que prévu, nous sommes d'avis que cela pourrait déclencher une réaction excessivement baissière du marché des actions. Le marché devrait donc connaître des périodes de volatilité accrue (dans les deux directions) pendant le premier semestre de 2023 jusqu'à ce que les niveaux globaux d'inflation fléchissent vers des niveaux plus proches des normes passées durant le second semestre. En effet, nous estimons qu'il est tout à fait possible que le S&P 500 reteste son creux cyclique actuel ou en établisse même un nouveau; mais même si cela se produit, il ne devrait pas être bien inférieur au précédent, d'après nous, et cela ne modifie en rien notre perspective.

Alors, qu'est-ce que cela signifie dans une perspective de placement? Nous sommes fermement convaincus que les stratégies de placement actives seront un des principaux piliers de 2023. En d'autres mots, les investisseurs devront être agiles durant toute l'année, en allant d'un secteur à l'autre pour profiter de conditions de marché qui s'annoncent en constante évolution, afin d'obtenir des rendements supérieurs. En fait, nous ferons vraisemblablement de même, car 2023 devrait être une année où nous réviserons plus souvent nos perspectives et nos opinions sectorielles que par le passé.

BPA cible du S&P 500 : 220 \$

Nous sommes un peu plus prudents à propos des perspectives de bénéfices et prévoyons une contraction modérée d'environ 5 % en 2023 par rapport à notre BPA cible de 230 \$ pour la fin de l'année 2022, compte tenu de la situation macroéconomique. En d'autres mots, les bénéfices devraient diminuer, car nous estimons que c'est ce qui est nécessaire pour que les attentes inflationnistes baissent (c'est-à-dire une détérioration des marges bénéficiaires) et pour que la Fed s'efface enfin. Heureusement, nous croyons que les investisseurs le comprennent bien et qu'ils accorderont plus importance à une baisse de l'inflation qu'à un léger fléchissement des bénéfices – et peut-être encore plus qu'à la perspective d'une faible récession. Par conséquent, si l'inflation continue de faiblir, le mécanisme d'actualisation du marché « s'en réjouira », plutôt que de se laisser « rebuter » par quelques trimestres de faibles données macroéconomiques ou de maigres bénéfices. Notre perspective concernant le marché en 2023 se fonde donc sur la prévision d'une expansion supplémentaire du ratio cours/bénéfice du S&P 500.

Figure 1 : Scénarios modèles du cours cible du S&P 500 pour 2023

Scénario	Cours	BPA	Justification
Haussier	4 800	230 \$	La récession aux États-Unis est évitée grâce à une politique adéquate de la Fed, l'inflation recule durant toute l'année et le taux de l'obligation à 10 ans fléchit progressivement pendant toute l'année pour frôler 3 %. Cela permet une meilleure expansion des multiples, les bénéfices sont stables voire CROISSENT , donnant lieu à un gain à deux chiffres pour l'année civile.
De base	4 300	220 \$	Une récession modérée aux États-Unis est le scénario de base; la Fed met fin à son cycle de hausses en mai au plus tard, le taux de l'obligation à 10 ans est confiné dans une fourchette tout juste inférieure à 4 % pendant le premier semestre, puis diminue avec l'inflation pendant le second semestre. Une expansion modérée des multiples compense la légère baisse des bénéfices globaux, avec un rendement relativement stable pour l'année civile.
Baissier	3 600	200 \$	Atterrissage brutal: politique surestimée de la Fed. Le chômage commence à s'accélérer , l' aversion pour le risque revient en force (chez les investisseurs et les sociétés), de sorte qu'il n'y a PAS d'expansion des multiples (probablement même une compression) et les bénéfices connaissent un fléchissement plus typique d'une récession . La bonne nouvelle , c'est qu'une baisse des taux d'intérêt et de l'inflation pourrait alors s'accélérer . La mauvaise nouvelle , c'est que cela entraînera probablement un autre déclin notable pour l'année civile.

Source : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux.

Figure 2 : Cibles pour le S&P 500 en 2022 et 2023

Cours cible			
Modèle	Catégorie	2022E	2023E
Actualisation des dividendes	Analyse fondam.	4 300	4 500
Cours à sa juste valeur-bénéfice	Valorisation	3 900	4 000
Rendement escompté*		8,5 %	8,5 %
Dernier cours de clôture du S&P 500		3 964	3 964
Cours cible		4 300	4 300
Bénéfice par action cible			
Modèle	Catégorie	2022E	2023E
Régression macroéconomique	Analyse macroécon.	230 \$	210 \$
Attentes moy. générales selon l'anal. asc.	Analyse fondam.	225 \$	230 \$
BPA normalisé	Retour à la moy.	192 \$	197 \$
Croissance escomptée du BPA		10,6 %	-4,3 %
BPA du S&P 500 de l'année précédente**		208 \$	230 \$
BPA cible		230 \$	220 \$
Cours/bénéfice implicite		18,7 x	19,5 x

*Selon le cours de clôture du 28 nov. 2022.

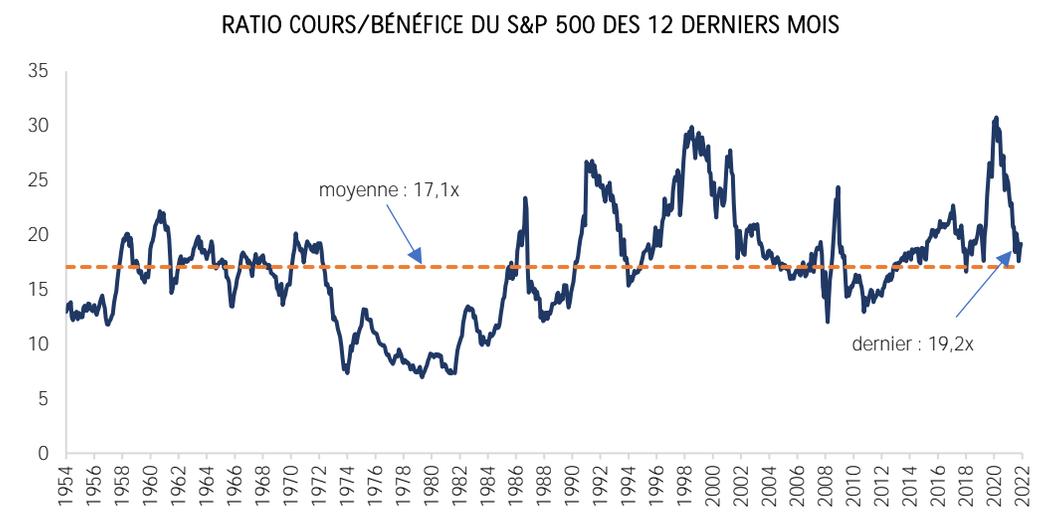
**Basé sur notre BPA cible de l'année précédente si le BPA de toutes les sociétés de l'indice n'a pas été annoncé.

Source : Groupe Stratégie de placement de BMO.

Ratio cours/bénéfice implicite pour les deux modèles dans le contexte historique

On ne saurait nier l'important accent mis sur les niveaux de valorisation compte tenu des taux d'intérêt et de l'inflation. Cependant, nous estimons qu'une certaine part d'alarmisme est considérée hors contexte. Premièrement, les dernières valeurs ne sont sûrement pas aussi extrêmes que l'indiquent certains (figure 3). Deuxièmement, les niveaux actuels et attendus des taux d'intérêt – bien que beaucoup plus élevés que ces dernières années – ne dénotent pas en soi un quelconque effondrement des ratios cours/bénéfice (figure 4). Enfin, nous avons constaté que les ratios cours/bénéfice s'accroissent presque toujours pendant les mois qui suivent immédiatement les creux du marché baissier (figure 5), ce qui nous semble déjà en place ou le sera probablement à très court terme. Par conséquent, le ratio de 19,5 x calculé à partir de nos modèles de cours et de bénéfice par action n'implique qu'une expansion d'environ 0,8 x entre aujourd'hui et la fin de l'année 2023 (selon nos cibles de fin d'année 2022), ce qui est plus que raisonnable dans ce contexte, d'après nous.

Figure 3 : Évolution du ratio cours/bénéfice du S&P 500



Sources : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, Bloomberg.

Figure 4 : Évolution du ratio cours/bénéfice du S&P 500 selon la fourchette du taux de l'obligation du Trésor américain à 10 ans

Données mensuelles à compter de janv. 1954

Fourchette du taux à 10 ans	Moy.	Min.	Max.	Écart-type	19 x ou probabilité plus grande
3 - 3,5	15,7	11,8	24,7	3,4	12,9 %
3,5 - 4	17,8	11,8	22,0	2,3	34,7 %
4 - 4,5	18,6	15,1	22,2	1,4	28,6 %

Sources : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, Bloomberg.

Figure 5 : Variation du ratio cours/bénéfice du S&P 500 après un creux du marché baissier

Creux du marché baissier	+3 mois	+6 mois	+9 mois	+12 mois	+15 mois
22 oct. 1957	0,0	0,6	2,6	5,2	7,2
26 juin 1962	-0,2	1,4	3,2	2,0	2,3
7 oct. 1966	2,2	3,3	5,4	5,2	4,6
26 mai 1970	1,9	2,6	4,2	6,1	6,7
3 oct. 1974	0,0	2,1	3,2	3,2	4,2
12 août 1982	2,9	3,6	5,5	6,3	6,2
4 déc. 1987	0,6	-0,4	-0,8	-2,7	-1,8
11 oct. 1990	0,8	4,2	5,6	7,5	13,4
9 oct. 2002	3,1	1,5	4,1	3,6	3,8
9 mars 2009	5,3	10,5	13,4	8,4	4,9
23 mars 2020	7,1	10,5	14,7	17,6	15,1
Moyenne	2,2	3,6	5,6	5,7	6,0

Sources : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, Bloomberg.

Les cibles sont plus que raisonnables malgré les principales préoccupations macroéconomiques

Alors que les problèmes du marché liés à la pandémie et à la géopolitique ont commencé à s'atténuer, les investisseurs ont clairement redirigé leur attention vers des questions macroéconomiques plus classiques, comme les taux d'intérêt/l'inflation, la politique de la Fed et les probabilités de récession, et ce que cela peut signifier en fin de compte pour le rendement du marché. En effet, bon nombre des tendances suivies par chacun de ces éléments constituent un écart marqué par rapport au paysage du marché qui n'a pratiquement pas bougé de 2009 à 2021 (taux plus élevés, Fed plus ferme et probabilité d'une récession non dictée par les événements), et ce fait à lui seul a accru le quotient de crainte. Cependant, notre analyse indique que ces inquiétudes sont peut-être exagérées. Nous constatons effectivement que les tendances de rendement vont plutôt à l'encontre des idées dominantes actuelles, et nos cibles pour le S&P 500 pourraient même être quelque peu prudentes si les tendances passées devaient prévaloir.

Des taux d'intérêt plus élevés ne sont pas nécessairement défavorables au rendement du marché

- Le **taux de l'obligation du Trésor américain à 10 ans à échéance constante** a augmenté de plus de 200 pb cette année, atteignant 4 % pour la première fois depuis la grande crise financière, et dépassé de façon marquée sa moyenne mobile sur trois ans après avoir été en deçà de ce niveau pendant près de trois ans (figure 6). Bien que le **taux de l'obligation à 10 ans** ait peu de chances de progresser substantiellement à partir de là, avec des **prévisions consensuelles d'un taux de 3,5 % d'ici la fin de 2023**, nous nous attendons encore à ce qu'il demeure supérieur à la moyenne pendant l'avenir prévisible compte tenu du contexte de **taux plus élevés pendant plus longtemps**, scénario qui continue d'inquiéter beaucoup d'investisseurs pour ce qui est du rendement boursier.
- Cependant, nos recherches montrent que les actions américaines peuvent très bien tirer leur épingle du jeu dans un contexte de **taux d'intérêt plus élevés malgré les perceptions du contraire**. En analysant à intervalles d'un mois les rendements sur un an depuis 1979, nous avons constaté que lorsque le **taux de l'obligation du Trésor américain à 10 ans à échéance constante** dépassait sa moyenne mobile sur trois ans, le S&P 500 enregistrait un solide gain de **9,3 % sur un an**, ce qui n'est pas bien inférieur au rendement moyen de **10,6 %** pendant les périodes où le taux à 10 ans était inférieur à la moyenne.
- De plus, l'indice S&P 500 a fait meilleure figure lorsque le **taux de l'obligation du Trésor américain à 10 ans** chutait par rapport à des niveaux supérieurs à la moyenne, ce qui pourrait être l'environnement de **taux en 2023**, que lorsqu'il baissait par rapport à des niveaux inférieurs à la moyenne. Durant les périodes où le **taux de l'obligation du Trésor américain à 10 ans** était supérieur à la moyenne et en baisse, le S&P 500 a affiché un rendement moyen sur un an de **10,4 %** et enregistré des gains **84 %** du temps, tandis que durant les périodes où le taux à 10 ans était inférieur à la moyenne et en baisse, il a connu un rendement moyen de **8,8 %** et enregistré des gains **75 %** du temps (figure 7).
- Lorsque le **taux de l'obligation du Trésor américain à 10 ans à échéance constante** chutait d'une année sur l'autre par rapport à des niveaux supérieurs à la moyenne, l'indice S&P 500 affichait des gains en pourcentage à deux chiffres environ **69 %** du temps, comparativement à seulement **50 %** du temps lorsque le taux à 10 ans chutait par rapport à des niveaux inférieurs à la moyenne (figure 8).

Figure 6 : Le **taux de l'obligation du Trésor américain à 10 ans à échéance constante** fermement dépassé sa moyenne sur 3 ans cette année

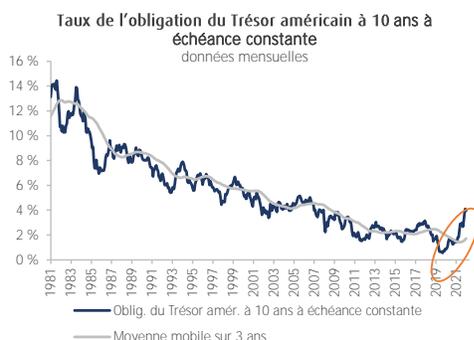
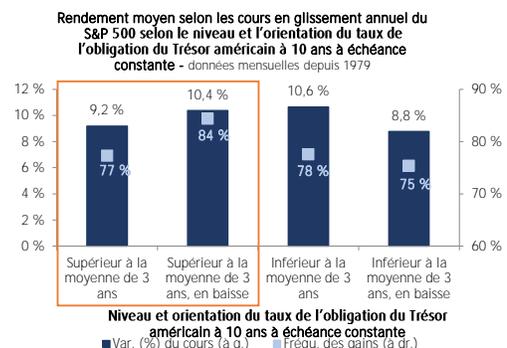


Figure 7 : L'indice S&P 500 enregistre un gain moyen de **9,3 %** sur 1 an lorsque le **taux à 10 ans** dépasse sa moyenne sur 3 ans



Sources : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, FactSet, FRB.

Sources : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, FactSet, FRB.

Figure 8 : Fréquence plus élevée des gains du S&P 500 >10 % lorsque le **taux de l'obligation à 10 ans** chute par rapport à des niveaux supérieurs à la moyenne plutôt qu'à des niveaux inférieurs à la moyenne
Fréquence des rendements (%) du S&P 500 en glissement annuel selon le **niveau et l'orientation** du **taux de l'obligation du Trésor américain à 10 ans à échéance constante**
(depuis 1979)

Niveau et orientation du taux de l'obligation du Trésor américain à 10 ans à échéance constante	Fréquence du rendement (%) du S&P 500 d'une année sur l'autre			
	Gain de 0 à 10 %	Perte de 0 à 10 %	Gain > 10 %	Perte > 10 %
Supérieur à la moyenne de 3 ans	22,8 %	12,3 %	55,0 %	9,4 %
Supérieur à la moyenne de 3 ans, en baisse	15,6 %	6,3 %	68,8 %	9,4 %
Inférieur à la moyenne de 3 ans	23,1 %	9,3 %	54,5 %	13,1 %
Inférieur à la moyenne de 3 ans, en baisse	25,4 %	8,8 %	50,0 %	15,8 %

Source : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, FactSet, Haver, FRB.

Les conclusions des cycles de resserrement de la Fed sont généralement favorables au rendement du marché

- Même si le moment exact de la hausse finale des taux d'intérêt par la Fed reste à établir, nous pouvons affirmer sans risque que le cycle actuel de resserrement, entamé à la mi-mars, approche de sa fin, ce qui devrait soutenir le rendement du marché des actions américaines, d'après nos analyses.
- Les mois qui ont précédé la conclusion des quatre cycles de resserrement précédents ont été caractérisés par des rendements boursiers mitigés, en moyenne, mais les mois suivant leur fin ont généralement connu des gains assez solides.
 - ✓ Par exemple, le S&P 500 a perdu 3 %, en moyenne, au cours des trois mois précédant la fin des quatre derniers cycles de resserrement, avec un recul de 15,8 % avant la fin du cycle de décembre 2018, qui a fortement plombé le rendement moyen (figure 9).
 - ✓ Cela dit, le S&P 500 a ensuite enregistré des gains moyens de 7,4 %, 10,9 % et 11,5 % pour les périodes de trois, six et neuf mois suivant la fin des cycles de resserrement de la Fed. De plus, si l'on excepte les mois suivant la fin du cycle de resserrement des taux d'intérêt en mai 2000, les actions américaines ont grandement progressé pendant les neuf mois après le resserrement (figure 10).

Figure 9 : En moyenne, les rendements du S&P 500 sont mitigés pendant les mois précédant la fin d'un cycle de resserrement de la Fed, mais assez solides après la conclusion du cycle

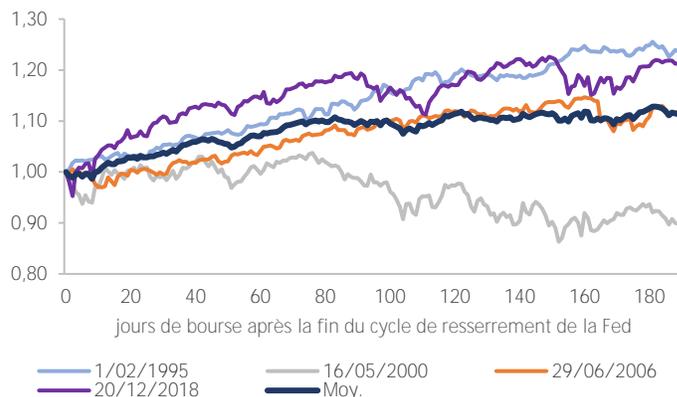
Rendement du S&P 500 avant et après la fin des cycles de resserrement de la Fed

Fin du cycle de resserrement	Mois précédant la fin du cycle de resserrement			Mois suivant la fin du cycle de resserrement		
	-9 M	-6 M	-3 M	+3 M	+6 M	+9 M
1 ^{er} févr. 1995	4,3 %	2,0 %	0,4 %	9,3 %	19,0 %	24,2 %
16 mai 2000	10,2 %	3,2 %	5,6 %	0,9 %	-6,4 %	-11,2 %
29 juin 2006	3,7 %	1,5 %	-2,3 %	4,9 %	11,4 %	11,8 %
20 déc. 2018	-9,2 %	-10,8 %	-15,8 %	14,5 %	19,7 %	21,3 %
Moyenne	2,2 %	-1,0 %	-3,0 %	7,4 %	10,9 %	11,5 %

Sources : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, FactSet, FRB.

Figure 10 : Sauf en 2000, les actions américaines ont généralement affiché des gains après que la Fed a arrêté de relever les taux

Cours normalisé du S&P 500 après la fin des cycles de resserrement de la Fed
cours normalisé à 0 à la fin du cycle

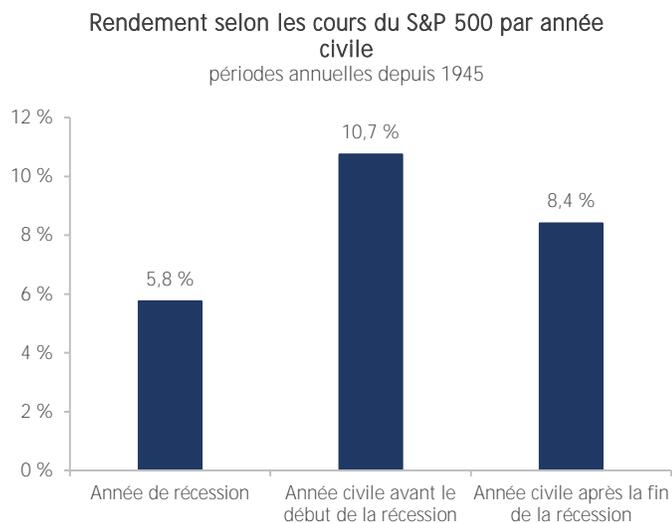


Sources : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, FactSet, FRB.

Conséquences d'une récession potentielle

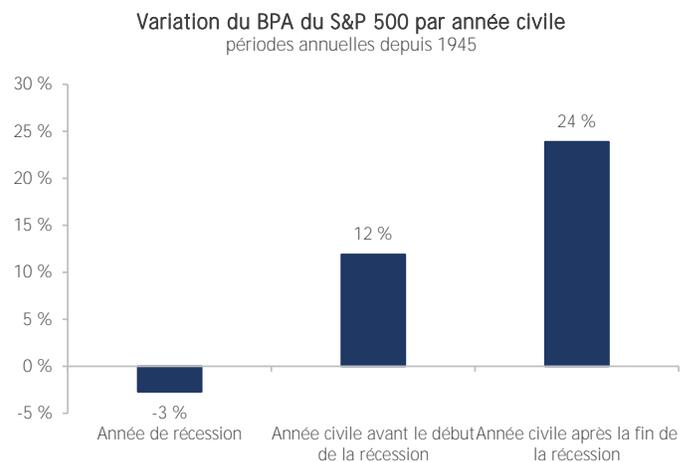
- Compte tenu du degré et de la durée de l'inversion de la courbe des taux, il est presque inévitable que les États-Unis connaissent une récession à un moment ou à un autre en 2023. Cela effraie évidemment les investisseurs compte tenu du pessimisme dominant, surtout depuis que les trois dernières récessions assez graves par rapport aux niveaux passés ont fait dégringoler les actions.
- Cependant, nous sommes d'avis que toute récession potentielle sera cette fois-ci beaucoup plus contenue. N'oubliez pas que la Fed a entamé l'une de ses campagnes de hausse des taux les plus audacieuses de tous les temps, mais que l'emploi est demeuré historiquement fort, tandis que les bilans des consommateurs sont restés intacts. À moins que ces tendances ne changent grandement, nous ne pouvons prévoir autre chose qu'une récession « technique » en 2023.
- Néanmoins, les inquiétudes des investisseurs à propos des années de récession et des conséquences sur le marché sont peut-être légèrement surestimées. Par exemple, le S&P 500 a connu en moyenne un gain de 5,8 % pendant les années coïncidant avec une récession tandis que le BPA n'enregistrait qu'un recul moyen de -2,7 % (figures 11-12).
 - ✓ Pour mettre cela en contexte, les années civiles précédant les années de récession ont généralement été meilleures que la moyenne du point de vue tant du rendement que de la croissance des bénéfices. Bien entendu, cela n'a pas été le cas en 2022, et comme nous l'avons dit assez souvent ces derniers temps, le marché a probablement déjà intégré une grande part du risque de récession, surtout si elle devait s'avérer modérée comme nous le prévoyons.

Figure 11 : Au cours d'une année civile de récession, le S&P 500 affiche un gain moyen de 5,8 %



Sources : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, FactSet.

Figure 12 : Le S&P 500 enregistre une baisse moyenne de 2,7 % du BPA au cours d'une année civile de récession



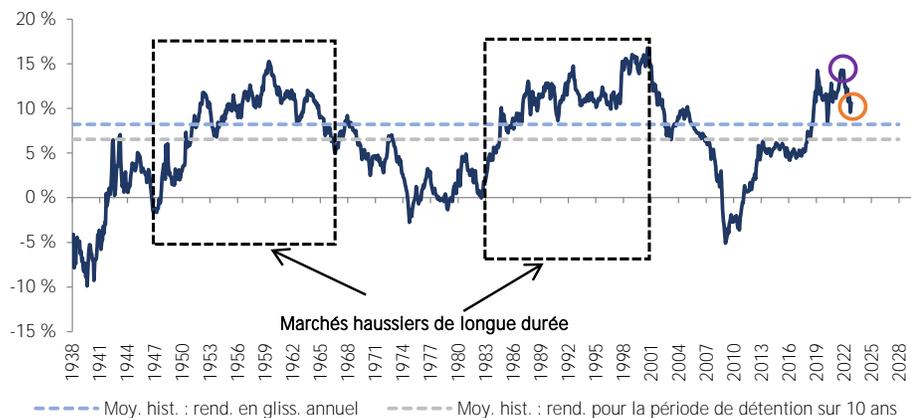
Sources : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, FactSet, Haver.

Le marché haussier de longue durée reste intact

- Malgré le repli de 25,4 % du cours du S&P 500 cette année, nous continuons de croire que les actions américaines sont au milieu d'un marché haussier de longue durée. Il est important de noter que les marchés baissiers cycliques ne mettent pas nécessairement fin aux marchés haussiers de longue durée. De fait, les deux marchés haussiers de longue durée précédents ont connu six baisses cycliques – quatre entre 1948 et 1968 et deux entre 1982 et 2000 – et les actions américaines ont réussi à maintenir leur trajectoire vers le haut après chacun (figure 14).
- De plus, nos études montrent que les marchés haussiers de longue durée vivent divers stades de rendements. Passé le cap des 10 ans, les rendements ont tendance à être plus volatils avec une plus forte probabilité de pertes, mais le S&P 500 affiche un solide gain de 13,2 % sur une période de détention d'un an dans la dernière partie des marchés haussiers de longue durée (figure 15).
- Les tendances de rendement à plus long terme ont évidemment souffert des dégagements, le rendement du S&P 500 pour la période annualisée de détention sur 10 ans ayant grandement chuté pendant les derniers mois, mais étant resté bien supérieur à celui du rendement moyen passé sur un an (figure 13). Bien que le rendement annualisé du S&P 500 sur 10 ans ait peut-être déjà atteint un sommet, il a fallu environ six ans au cours des deux marchés haussiers de longue durée précédents pour que les rendements sur 10 ans se retrouvent définitivement sous la moyenne historique de 6,5 %. D'après nous, des gains normalisés et modérés dans les prochaines années sont plus probables que des pertes.

Figure 13 : Le rendement annualisé sur 10 ans a chuté, mais reste bien supérieur au gain annuel moyen

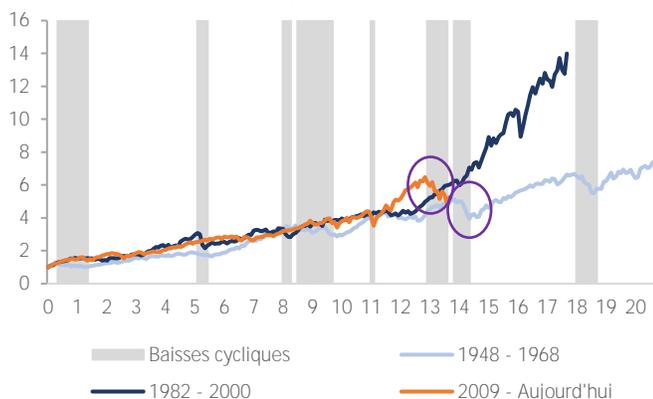
Rendement du S&P 500 pour la période annualisée de détention sur 10 ans



Sources : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, FactSet.

Figure 14 : Les marchés baissiers cycliques ne mettent pas fin aux marchés haussiers de longue durée

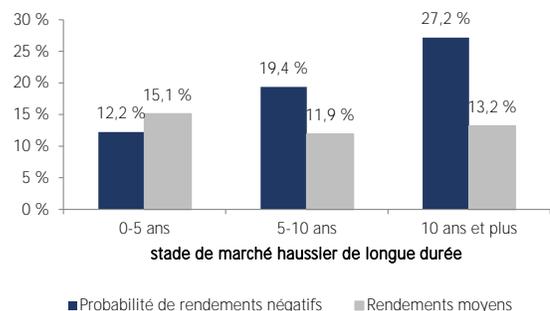
Rendement du cours normalisé du S&P 500 des marchés haussiers de longue durée indexé à 1; données mensuelles



Sources : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, FactSet.

Figure 15 : Les rendements sont volatils, mais restent solides pendant ce stade haussier

Analyse des rendements en glissement annuel du S&P 500 pendant les marchés haussiers de longue durée



Sources : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, FactSet.

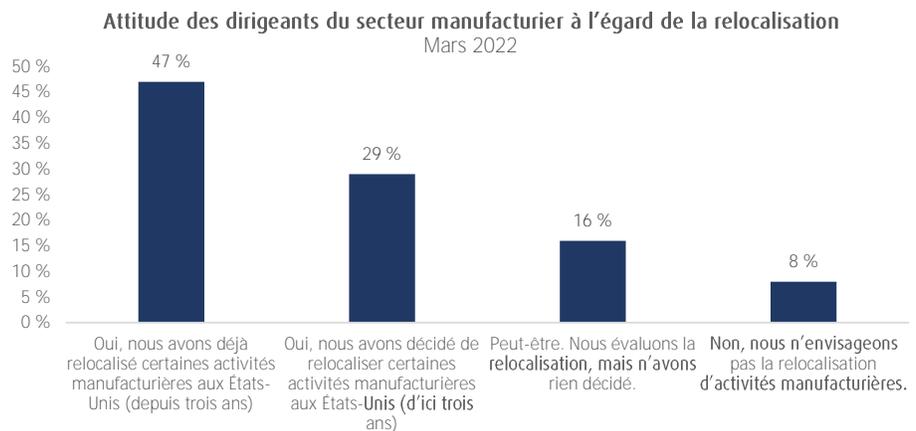
Zoom thématique : rapatriement 2.0

Les chaînes d’approvisionnement redéfinies

Plus de solution « unique » devant les graves perturbations

Dans nos perspectives pour 2022, nous parlions des problèmes de chaîne d’approvisionnement induits par la pandémie, exacerbés par la forte demande des consommateurs et les mesures de relance gouvernementales visant à ramener les fabricants aux États-Unis, ou du moins en Amérique du Nord, et prévoyions un boom de « rapatriement » ou de « relocalisation ». Or, en pratique, et sans surprise, rien ne s’est déroulé comme nous l’avions prévu, ni de près ni de loin, malgré la hausse constatée dans l’intérêt et l’optimisme généraux des chefs d’entreprise à l’égard d’une relocalisation future (figure 16). Ce qui s’est produit était imprévu – l’invasion de l’Ukraine par la Russie en février, qui a affecté les économies voisines et éloignées, occasionné des pénuries massives d’énergie dans l’UE et poussé les prix de l’essence à des niveaux record. La Chine a maintenu sa politique zéro COVID-19, ce qui a ralenti le retour à la normale, tout en l’isolant de la scène mondiale, comme moyen de devenir de plus en plus autosuffisante. Aux États-Unis, une inflation élevée record et l’incertitude entourant les politiques de la Fed ont ébranlé les marchés boursiers pendant une année volatile, mais les dépenses de consommation sont restées solides. Pour 2023, nous ne prévoyons pas de changement marqué dans le climat ou la confiance géopolitiques, et nous restons donc d’avis que les États-Unis, et l’Amérique du Nord en général, seront une valeur sûre pour les investisseurs, tandis que les sociétés continueront de miser sur les gains d’efficacité opérationnelle, la réduction des coûts, la préservation des liquidités et le soutien de la croissance des bénéficiaires. Nous croyons que les chaînes d’approvisionnement vont non seulement se rapprocher, mais également évoluer, car il n’y a plus de solution unique aux graves perturbations, mais plutôt une « meilleure solution » par opposition à l’habituelle « solution la moins chère ». La souplesse, l’agilité et l’exploitabilité seront toutes des facteurs importants pour déterminer les chaînes d’approvisionnement et, à cet égard, d’après nous, la relocalisation, le rapatriement ou même la localisation auprès de partenaires de confiance constitueront des solutions de rechange pratiques et viables pour les fabricants.

Figure 16 : Intérêt grandissant des dirigeants d’entreprise pour la relocalisation



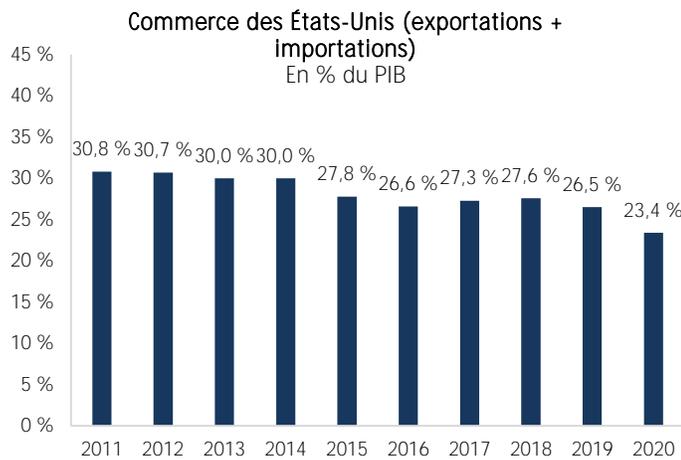
Source : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, Kearney.

Découplage mondial en cours?

L’argument du découplage de l’économie mondiale, ou de la mondialisation, a fait surface de temps à autre, surtout à la faveur des crises mondiales, comme le krach de la bulle technologique en 2000, la crise financière de 2008 et, plus récemment, la pandémie de COVID-19 en 2020. C’est que, malgré ses origines aux États-Unis sur le plan sectoriel (p. ex. : la technologie en 2000, le marché résidentiel ou les prêts hypothécaires à risque élevé en 2008), la nature inextricablement liée de l’économie mondiale a occasionné un ralentissement ressenti dans le monde entier, secouant les marchés financiers et forçant une révision structurelle dans de nombreux pays. Cependant, tout récemment, les problèmes découlant de la pandémie semblent avoir entraîné non seulement un changement structurel dans les secteurs comme la technologie, la consommation discrétionnaire et l’industrie, mais également une forme de

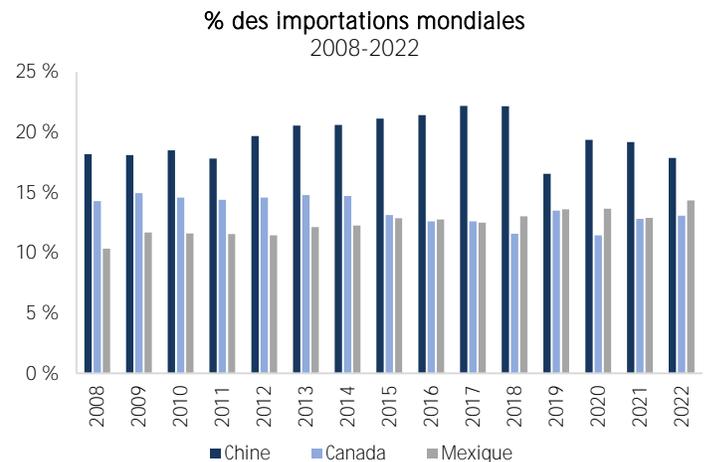
protectionnisme dans divers pays et, dans une certaine mesure, la « fin de la mondialisation » (du moins pour le moment). Nos analyses montrent qu'en effet, la dépendance américaine à l'égard du commerce international a beaucoup diminué depuis dix ans. Le commerce américain, défini comme la somme des exportations et des importations de biens et services, en proportion du PIB, a atteint un sommet de 31 % en 2011 et a diminué constamment jusqu'à 23 % en 2020, d'après le Bureau of Economic Analysis (figure 17). Pendant cette période, la consommation personnelle intérieure a vu sa part grimper à près de 70 % du PIB. Les importations de biens et services, tout comme la mondialisation, ont connu une croissance constante dans les années 80 et 90 pour atteindre un sommet de 17 % du PIB en 2011, mais ont fléchi jusqu'à seulement 13 % en 2020, leur plus bas niveau depuis 1999. Le commerce avec la Chine, principal partenaire exportateur des États-Unis de 2000 à 2010, et pendant certaines périodes entre 2010 et 2020, tire clairement de l'arrière par rapport à ses homologues nord-américains (c'est-à-dire le Canada et le Mexique) depuis 2019 avec l'accroissement des tensions liées à la guerre commerciale, signe que les litiges commerciaux et les tensions géopolitiques entre les États-Unis et la Chine ont réduit les flux commerciaux entre les deux pays (figure 18).

Figure 17 : La part du commerce des États-Unis dans le PIB a fléchi de façon constante depuis 2011



Source : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, BEA.

Figure 18 : Le commerce avec la Chine tire de l'arrière depuis 2019



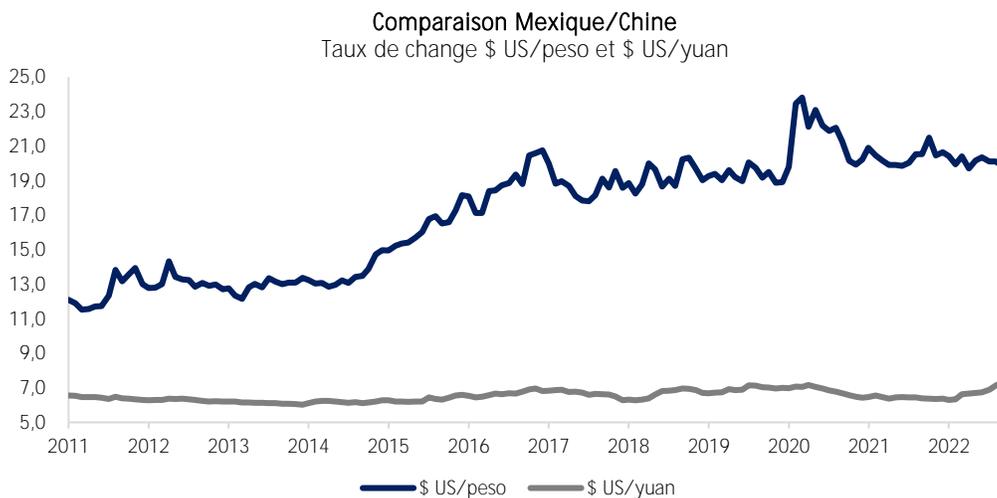
Source : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, BEA.

De plus faibles salaires au Mexique et un dollar américain fort ont favorisé la relocalisation

Bien que les fabricants tiennent compte de plusieurs facteurs avant de décider où établir leurs usines, les salaires sont généralement à l'avant-scène. Les faibles salaires en Asie ont longtemps incité les sociétés américaines à ouvrir des usines à l'étranger, car elles y profitaient d'une main-d'œuvre à bon marché, de solides réseaux d'affaires et de normes peu contraignantes, surtout dans certains pays comme la Chine. Évidemment, c'est un environnement favorable pour la production de biens, du moins lorsque les chaînes d'approvisionnement sont fiables; cependant, comme nous le constatons depuis quelque temps, ce n'est plus le cas. De plus, les salaires ont augmenté de façon constante en Chine. En 2014, les coûts de main-d'œuvre unitaires (équivalents aux salaires corrigés en fonction de la productivité) en Chine étaient les mêmes qu'au Mexique. En 2019, les salaires manufacturiers dans certaines industries étaient de 20 % inférieurs au Mexique comparativement à la Chine, ce qui signifie une plus grande efficacité à un coût moindre, d'après North American Production Sharing, un service de gestion de la conformité externalisé spécialisé dans le Mexique. Qui plus est, la croissance des salaires réels des travailleurs urbains autres que du secteur privé en Chine, corrigée de l'inflation, a été de 8,6 % en 2021, selon les données du National Bureau of Statistics. Ces augmentations considérables des coûts de main-d'œuvre doivent être prises en compte par les fabricants, et ce n'est peut-être que le début d'une transition fondamentale, surtout à l'heure où la Chine cherche à se rapprocher de son objectif de « prospérité commune » souligné par le président Xi Jinping. Un autre facteur à prendre en compte à propos des salaires est le taux de change du dollar américain (figure 19). Un dollar fort peut aider à contrebalancer certains coûts. Le yuan, qui est aligné sur le billet vert, procure une certaine stabilité, mais n'a pas aidé à compenser la hausse de coûts de main-d'œuvre. Comparons cette situation avec celle du Mexique, où les salaires ont également augmenté, quoique dans une mesure moindre qu'en Chine : grâce au dollar américain fort, les coûts de main-d'œuvre sont restés relativement stables en dollars américains. Cela, combiné à la commodité géographique et aux ententes commerciales entre les États-Unis et le

Mexique (ALENA/ACEUM, programme IMMEX), a incité les entreprises à rapprocher l'activité manufacturière de leur base nationale.

Figure 19 : La force du dollar US peut aider à contrebalancer la hausse des salaires dans les pays en développement



Sources : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, FactSet.

Les mesures incitatives gouvernementales stimulent le secteur manufacturier américain

Alors que la pandémie révélait des faiblesses dans les chaînes d'approvisionnement américaines, occasionnant des perturbations sans précédent dans l'économie, le président Biden, aux premiers jours de son mandat, a promulgué plusieurs décrets-lois en vue d'évaluer, de soutenir et, surtout, de renforcer le secteur manufacturier et les chaînes d'approvisionnement des États-Unis. C'est devenu un élément d'un plan multisectoriel et multidimensionnel prévoyant l'établissement de nouveaux organismes et groupes de travail pendant son mandat de quatre ans. Les décrets-lois 14005 et 14017 enjoignaient les organismes fédéraux de « maximiser l'utilisation des biens, produits et matériaux produits aux États-Unis et des services offerts aux États-Unis, par de l'assistance financière et des processus d'approvisionnement », et d'adopter « une approche d'ensemble pour tout le gouvernement afin d'évaluer les vulnérabilités des chaînes d'approvisionnement et de renforcer la résilience des chaînes d'approvisionnement critiques. » Le Supply Chain Disruptions Task Force (SCDTF) a entrepris et réalisé plusieurs projets, comme la réduction de plus de 70 % du nombre de conteneurs entreposés longtemps dans deux des plus grands ports américains, l'investissement de plus de 600 millions de dollars de ressources de l'American Rescue Plan (ARP) afin de produire de nouveaux partenariats de chaîne d'approvisionnement entre l'industrie automobile et les producteurs de semi-conducteurs, et l'investissement d'1 milliard de dollars de fonds de l'ARP pour accroître la capacité de conditionnement des viandes aux États-Unis. Aux États-Unis, les entreprises ont renforcé l'engagement de M. Biden envers la revitalisation industrielle intérieure en annonçant près de 200 milliards de dollars d'investissements dans la production de semi-conducteurs, de véhicules électriques et de batteries en 2021. Le *CHIPS & Science Act*, annoncé en août 2022, se concentrera spécialement sur l'amélioration et le développement de la technologie américaine dans l'industrie des semi-conducteurs, et les entreprises prennent des mesures stratégiques pour profiter des mesures incitatives et du soutien financier du gouvernement visant à propulser la technologie américaine à l'avant-scène. La figure 20 donne des exemples d'investissements de grandes entreprises américaines, tant ouvertes que fermées, dans le secteur manufacturier national.

Figure 20 : Exemples d'investissements d'entreprises américaines dans le secteur manufacturier national

Société	Symbole	Derniers événements
General Electric Company	GE - US	Ouverture d'une usine de chauffe-eau de 70 M \$ à Camden (Caroline du Sud). GE a accru ses dépenses auprès de fournisseurs américains de deux tiers depuis cinq ans.
General Motors Company	GM - US	Annonce de dépenses de 7 G \$ dans quatre usines au Michigan. L'an dernier, l'entreprise a acheté près de 40 G \$ en pièces de quelque 5 600 fournisseurs américains.
Intel Corporation	INTC - US	Début de la construction de deux nouvelles usines de fabrication de semi-conducteurs, en Arizona, qui devraient être pleinement opérationnelles en 2024.
Lockheed Martin Corporation	LMT - US	Investissement de 16,5 M \$ dans un nouveau laboratoire d'intégration des systèmes de missiles à Huntsville (Alabama). Cet entrepreneur du secteur de la défense possède déjà 25 établissements en Alabama et prévoit d'y créer 200 nouveaux emplois.
Micron Technology, Inc.	MU - US	Lancement d'un plan de création d'un énorme complexe manufacturier à Clay (New York) en investissant 31 G \$ pour créer quatre « salles blanches » de 600 000 pi ² .
Novelis	s.o.	Ce chef de file du laminage et du recyclage d'aluminium prévoit d'investir plus de 2,5 G \$ pour construire une nouvelle usine de laminage et de recyclage à faibles émissions de carbone à Bay Minette (Alabama).
Nucor Corporation	NUE - US	Mise en chantier officielle d'une usine de 1,7 milliard \$ de tôles d'acier à Brandenburg (Kentucky).
Qualcomm Inc.	QCOM - US	Qualcomm et GlobalFoundries annoncent un nouveau partenariat en vue d'investir 4,2 G \$ dans l'agrandissement de l'usine de fabrication de puces de GlobalFoundries dans le nord de l'État de New York.
Taiwan Semiconductor	TSM - US	Construction d'un immeuble qui servira de deuxième usine de puces en Arizona, aux États-Unis.
U.S. Steel	X - US	Lancement des travaux de construction d'une aciérie de 3 G \$ en Arkansas, qui sera le plus important projet privé de l'histoire de l'Arkansas et l'aciérie la plus perfectionnée en Amérique du Nord.

Source : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, Reuters, Business Insider, AZ Governor, Construction Equipment Guide, Cision Ltd., Novelis.

Conclusion

La transition structurelle et la redéfinition des chaînes d'approvisionnement se poursuivront durant toute l'année 2023, alors que les entreprises s'adapteront au retour à la normale, à la transition des dépenses de consommation des biens aux services, aux taux d'intérêt plus élevés et au recul de la demande de marchandises. Tandis que les chaînes d'approvisionnement du passé misaient sur les gains d'efficacité sur le plan des coûts grâce à des stocks « juste à temps », les chaînes d'approvisionnement allégées et une capacité excédentaire minimale, nous pensons que la souplesse, l'agilité et la l'exploitabilité joueront un rôle de plus en plus important dans les chaînes d'approvisionnement à l'avenir. Plus particulièrement, cela implique une capacité accrue, des pièces supplémentaires disponibles et des stocks plus costauds, même si ce n'est pas nécessairement l'option à plus faible coût. D'après nous, les chaînes d'approvisionnement continueront à se rapprocher des bases d'attache des entreprises pour permettre à celles-ci de profiter des nombreux facteurs évoqués plus haut – découplage de l'économie mondiale (encore une fois, pour le moment), solide dollar américain, mesures incitatives et soutien financier du gouvernement. Entre-temps, les sociétés devraient se repositionner continuellement, et celles qui peuvent s'assurer des chaînes d'approvisionnement plus « nationales » ou plus proches d'elles profiteront du boom possible de relocalisation, de rapatriement ou de localisation auprès de partenaires de confiance, ce qui devrait survenir dans un avenir rapproché.

Recommandations en matière de secteurs, de taille et de style

Opinions sectorielles aux États-Unis

Figure 21 : Opinions sectorielles aux États-Unis – Sommaire

Secteur	Opinion	Pond. dans l'indice	Pond. cible	Remarques du Groupe	Stratégie de placement de BMO
Services de comm.	SP	7,3	9,0	Placement à contre-courant privilégié: liquidités abondantes, forte croissance des dividendes et secteur essentiellement axé sur les extrêmes	
Consommation discrétionnaire	MAR	10,3	10,5	Difficile de jamais miser, au grand jamais, contre la consommation aux États-Unis – surtout au début et à la fin d'une récession: il faut être très sélectif	
Consommation de base	SSP	7,0	4,5	Secteur défensif coûteux et extrêmement consensuel; la plus grande expansion des valorisations relatives depuis des décennies	
Énergie	MAR	5,2	5,5	La volatilité des marchandises devrait continuer; haussier à long terme; acheter à la faveur de creux et se concentrer sur les flux de trésorerie et les dividendes	
Finance	SP	11,7	13,0	Aussi stable que possible du point de vue des bénéfices, des flux de trésorerie et des dividendes – LE secteur de valeur	
Santé	SP	15,2	16,5	Devient de plus en plus consensuel, mais secteur défensif peu coûteux; sociétés de produits > services	
Industrie	MAR	8,5	8,0	Amélioration des résultats d'exploitation; miser sur les sociétés nationales et éviter les sociétés à concentration internationale	
Technologies de l'information	MAR	26,3	26,0	Sous-pondération et surpondération à parts égales – traditionnellement neutre en contexte de compression des valorisations, mais une croissance stable prédomine	
Matériaux	MAR	2,7	2,5	La volatilité de la croissance mondiale devrait rester élevée; se concentrer sur des titres plus défensifs caractérisés par une compression des valorisations	
Immobilier	MAR	2,7	2,5	Affiche de meilleurs rendements historiques que d'autres secteurs défensifs classiques dans un contexte de taux d'intérêt élevés	
Serv. d'util. publique	SSP	3,0	2,0	Très coûteux et extrêmement suracheté; niveaux de ratio d'endettement problématiques; croissance organique des dividendes	

Source : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux; Notation : SP = Surpondération; MAR = Pondération marché; SSP = Sous-pondération

Changements sectoriels

- Surclassement des Industries de « sous-pondération » à « pondération marché »
- Déclassement des « titres défensifs classiques » – Biens de consommation de base et Services d'utilité publique – de « pondération marché » à « sous-pondération »

Figure 22 : Rendement sectoriel annuel de l'indice S&P 500

Année	SVCOM	COND	CONB	ENER	FINA	SANTÉ	IND	TINF	MATER	IMMO	SVUP	SPX
1990	-17,7 %	-14,9 %	12,4 %	-1,4 %	-42,1 %	14,1 %	-10,2 %	0,3 %	-13,9 %		-7,3 %	-6,6 %
1991	7,9 %	38,3 %	38,4 %	2,4 %	43,8 %	50,2 %	26,0 %	6,6 %	21,5 %		16,0 %	26,3 %
1992	11,0 %	17,5 %	3,0 %	-2,3 %	19,8 %	-18,1 %	6,8 %	0,6 %	7,2 %		0,3 %	4,5 %
1993	10,8 %	12,8 %	-6,3 %	11,2 %	7,8 %	-11,0 %	15,8 %	20,5 %	10,5 %		7,8 %	7,1 %
1994	-8,4 %	-9,9 %	6,8 %	-0,4 %	-6,4 %	10,2 %	-4,8 %	19,1 %	3,3 %		-17,2 %	-1,5 %
1995	37,3 %	18,2 %	36,2 %	26,0 %	49,6 %	54,5 %	35,9 %	38,8 %	17,3 %		25,2 %	34,1 %
1996	-2,2 %	10,5 %	23,2 %	21,7 %	31,9 %	18,8 %	22,7 %	43,3 %	13,4 %		0,2 %	20,3 %
1997	37,1 %	32,3 %	30,5 %	22,0 %	45,4 %	41,7 %	25,0 %	28,1 %	6,3 %		18,4 %	31,0 %
1998	49,3 %	39,6 %	13,9 %	-2,0 %	9,6 %	42,3 %	9,3 %	77,6 %	-8,0 %		10,0 %	26,7 %
1999	17,4 %	24,1 %	-16,6 %	16,0 %	2,3 %	-11,6 %	19,9 %	78,4 %	23,0 %		-12,8 %	19,5 %
2000	-39,7 %	-20,7 %	14,5 %	13,2 %	23,4 %	35,5 %	4,5 %	-41,0 %	-17,7 %		51,7 %	-10,1 %
2001	-13,7 %	1,9 %	-8,3 %	-12,3 %	-10,5 %	-12,9 %	-7,0 %	-26,0 %	1,0 %		-32,5 %	-13,0 %
2002	-35,9 %	-24,4 %	-6,3 %	-13,3 %	-16,4 %	-20,0 %	-27,6 %	-37,6 %	-7,7 %	-15,1 %	-33,0 %	-23,4 %
2003	3,3 %	36,1 %	9,2 %	22,4 %	27,9 %	13,3 %	29,7 %	46,5 %	34,8 %	20,8 %	21,1 %	26,4 %
2004	16,0 %	12,1 %	6,0 %	28,8 %	8,2 %	0,2 %	16,0 %	2,1 %	10,8 %	21,9 %	19,6 %	9,0 %
2005	-9,0 %	-7,4 %	1,3 %	29,1 %	3,7 %	4,9 %	0,4 %	0,4 %	2,2 %	7,4 %	12,8 %	3,0 %
2006	32,1 %	17,2 %	11,8 %	22,2 %	16,2 %	5,8 %	11,0 %	7,7 %	15,7 %	36,8 %	16,9 %	13,6 %
2007	8,5 %	-14,3 %	11,6 %	32,4 %	-20,8 %	5,4 %	9,8 %	15,5 %	20,0 %	-20,5 %	15,8 %	3,5 %
2008	-33,6 %	-34,7 %	-17,7 %	-35,9 %	-56,9 %	-24,5 %	-41,5 %	-43,7 %	-47,0 %	-45,0 %	-31,5 %	-38,5 %
2009	2,6 %	38,8 %	11,2 %	11,3 %	14,8 %	17,1 %	17,3 %	59,9 %	45,2 %	20,8 %	6,8 %	23,5 %
2010	12,3 %	25,7 %	10,7 %	17,9 %	10,8 %	0,7 %	23,9 %	9,1 %	19,9 %	28,0 %	0,9 %	12,8 %
2011	0,8 %	4,4 %	10,5 %	2,8 %	-18,4 %	10,2 %	-2,9 %	1,3 %	-11,6 %	7,9 %	14,8 %	0,0 %
2012	12,5 %	21,9 %	7,5 %	2,3 %	26,3 %	15,2 %	12,5 %	13,1 %	12,2 %	16,2 %	-2,9 %	13,4 %
2013	6,5 %	41,0 %	22,7 %	22,3 %	33,2 %	38,7 %	37,6 %	26,2 %	22,7 %	-1,5 %	8,8 %	29,6 %
2014	-1,9 %	8,0 %	12,9 %	-10,0 %	13,1 %	23,3 %	7,5 %	18,2 %	4,7 %	26,1 %	24,3 %	11,4 %
2015	-1,7 %	8,4 %	3,8 %	-23,6 %	-3,5 %	5,2 %	-4,7 %	4,3 %	-10,4 %	1,2 %	-8,4 %	-0,7 %
2016	17,8 %	4,3 %	2,6 %	23,7 %	20,1 %	-4,4 %	16,1 %	12,0 %	14,1 %	0,0 %	12,2 %	9,5 %
2017	-6,0 %	21,2 %	10,5 %	-3,8 %	20,0 %	20,0 %	18,5 %	36,9 %	21,4 %	7,2 %	8,3 %	19,4 %
2018	-16,4 %	-0,5 %	-11,2 %	-20,5 %	-14,7 %	4,7 %	-15,0 %	-1,6 %	-16,4 %	-5,6 %	0,5 %	-6,2 %
2019	30,9 %	26,2 %	24,0 %	7,6 %	29,2 %	18,7 %	26,8 %	48,0 %	21,9 %	24,9 %	22,2 %	28,9 %
2020	22,2 %	32,1 %	7,6 %	-37,3 %	-4,1 %	11,4 %	9,0 %	42,2 %	18,1 %	-5,2 %	-2,8 %	16,3 %
2021	20,5 %	23,7 %	15,6 %	47,7 %	32,5 %	24,2 %	19,4 %	33,4 %	25,0 %	42,5 %	14,0 %	26,9 %
2022	-38,2 %	-31,7 %	-1,5 %	61,3 %	-9,4 %	-3,7 %	-6,2 %	-25,4 %	-11,2 %	-27,3 %	-2,4 %	-16,8 %

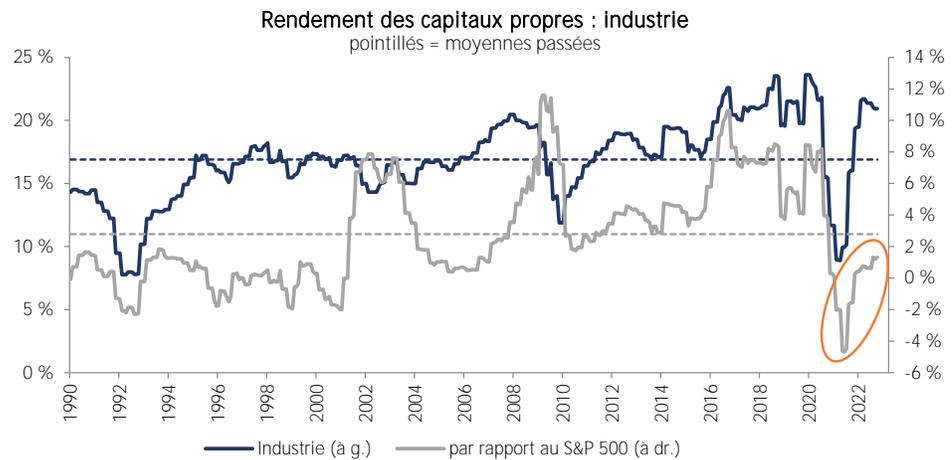
Source : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux. Rendement calculé jusqu'au 28 nov. 2022. Les fiducies de placement immobilier sont utilisées comme substitut du secteur immobilier, qui a été officiellement créé en septembre 2016.

Changements sectoriels pour les États-Unis

- **Surclassement de l'industrie de « sous-pondération » à « pondération marché »**
 - ✓ Les résultats d'exploitation se sont beaucoup améliorés.
 - ✓ Investir dans des sociétés industrielles axées sur le marché intérieur et éviter les secteurs axés sur la croissance internationale.
- **Déclassement des « titres défensifs classiques » – Consommation de base et Services d'utilité publique – de « pondération marché » à « sous-pondération »**
 - ✓ Les caractéristiques défensives ne s'appliquent plus.
 - ✓ Les valorisations des deux secteurs sont très coûteuses en termes relatifs et en termes absolus.
 - ✓ Certains secteurs plus défensifs offrent des valorisations comprimées, des bénéfices stables et une croissance soutenue des dividendes.

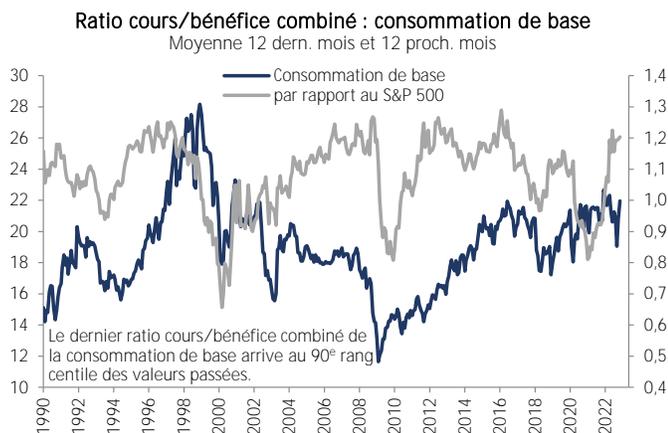
Conclusion : Les positions exagérément surpondérées ou sous-pondérées *ne sont pas* à recommander d'après nous, surtout au vu des incertitudes macroéconomiques qui se multiplient à l'approche de 2023. C'est pourquoi le fait de rester « plus neutres » dans la plupart des secteurs nous permet d'être de plus en plus agiles dans *les deux directions* en 2023 en périodes de volatilité extrême dans l'ensemble du marché.

Figure 23 : Amélioration du rendement des capitaux propres du secteur de l'industrie comparativement à celui de l'ensemble du marché



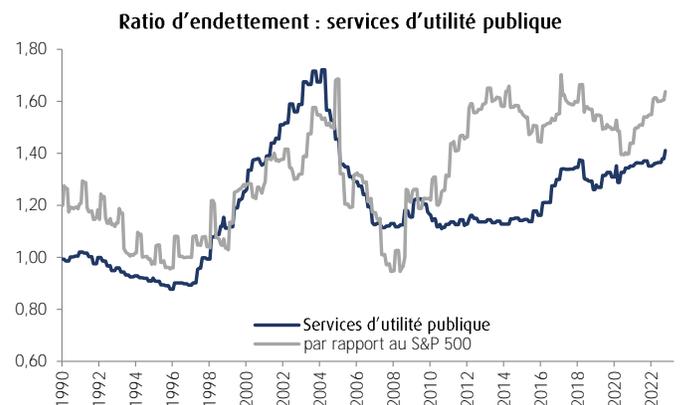
Sources : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, FactSet.

Figure 24 : Expansion marquée du ratio cours/bénéfice mixte du secteur de la consommation de base comparativement à celui du S&P 500



Sources : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, FactSet, IBES.

Figure 25 : Ratio d'endettement du secteur des services d'utilité publique à son plus haut niveau depuis le milieu des années 2000



Sources : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, FactSet.

Opinions en matière de taille et de style aux États-Unis

Figure 26 : Opinions en matière de taille et de style aux États-Unis

Secteur	Opinion	Remarques
Grande cap. (GC)	MAR	Équilibrer croissance et multiples plus élevés, d'une part, et valeur et stabilité, d'autre part; les investisseurs non américains rechercheront la constance et la liquidité des É.-U.
Moyenne cap. (MC)	SP	Grande amélioration des flux de trésorerie, des valorisations et des résultats d'exploitation; devraient profiter de l'attention accordée à la scène intérieure comparativement aux sociétés à grande capitalisation
Petite cap. (PC)	SP	Catégorie d'actifs laissée pour compte; niveaux de valorisation très bas et croissance de plus en plus soutenue; attention aux pièges de valeur; accent sur la qualité
Valeur	SP	Les données macroéconomiques et fondamentales et l'attitude des investisseurs favorisent la valeur pour la première fois depuis des décennies = garder le cap, mais éviter les pièges de valeur
Croissance	MAR	Sous-pondérer les actifs de longue durée en neutralisant l'ensemble des positions de croissance avec CAPR et croissance soutenue/de qualité

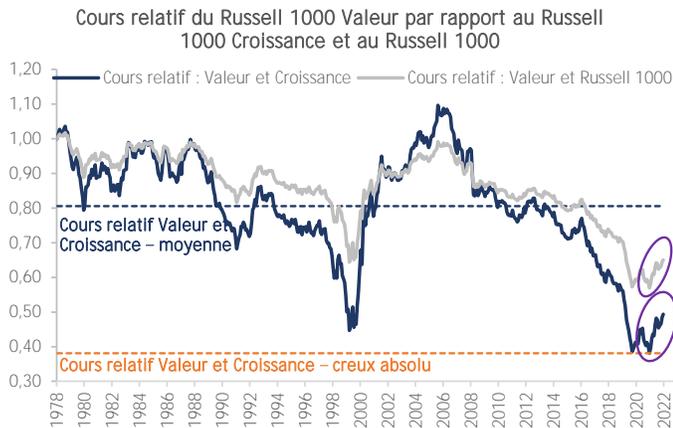
Source : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux; Notation : SP = Surpondération; MAR = Pondération marché; SSP = Sous-pondération

Réorientation vers la valeur, mais sans délaissier complètement la croissance

- À l'aube de 2023, nous estimons que la valeur a toujours un avantage sur la croissance dans un contexte de taux d'intérêt plus élevés pendant plus longtemps, ce qui devrait favoriser une surperformance continue des actions de valeur, tandis que les tendances de croissance des ratios cours-bénéfice et des bénéfices sont également orientées en faveur de la valeur. De plus, nos analyses montrent que la fin des cycles de resserrement de la Fed et un retour à des gains de marché plus normalisés (de 0 à 10 %), prévus tous deux pour la prochaine année, devraient être d'autres facteurs favorables au rendement relatif des titres de valeur.
 - ✓ Les actions de valeur ont fait bien meilleure figure que les actions de croissance cette année, l'indice Russell 1000 Valeur surclassant son homologue de croissance de plus de 18 points de pourcentage depuis le début de l'année. Cette poussée de surperformance survient après que le cours relatif des actions de valeur par rapport aux actions de croissance a atteint son plus faible niveau mensuel de tous les temps en novembre 2021. En effet, le cours relatif de l'indice Russell 1000 Valeur se situe actuellement presque 40 % sous son cours relatif moyen à long terme comparativement à l'indice Russell 1000 Croissance depuis 1978 (figure 27).
 - ✓ Nous sommes d'avis que la surperformance récente des titres de valeur pourrait persister dans les prochains mois, car le contexte des taux d'intérêt plus élevés pendant plus longtemps devrait profiter aux titres de valeur et continuer de freiner les titres de croissance de longue durée. Depuis 20 ans, la corrélation entre le cours mensuel relatif de l'indice Russell 1000 Valeur comparativement à celui de l'indice Russell 1000 Croissance et le taux de l'obligation du Trésor américain à 10 ans a été de 0,81, et le cycle de hausse des taux obligataires en place depuis juillet 2020 a coïncidé avec une surperformance d'environ neuf points de pourcentage des titres de valeur en rythme annualisé (figure 28).
 - ✓ Il est également important de noter que les cycles de style sont généralement de longue durée et que les actions américaines sortent d'un cycle de 15 années de surperformance de la croissance, ce qui nous indique que la récente transition vers la valeur pourrait être là pour de bon (figure 29).
 - ✓ Du côté des valorisations, le ratio cours-bénéfice combiné valeur et croissance par rapport au marché correspond à peu près aux normes historiques, bien que le ratio cours-bénéfice relatif des actions de valeur ait augmenté durant une bonne partie de l'année. Bien que les actions de valeur fassent bien meilleure figure que les actions de croissance depuis le début de l'année, le ratio cours-bénéfice combiné de l'indice S&P 500 Valeur présente actuellement une décote d'environ 25 % par rapport au ratio cours-bénéfice combiné de l'indice S&P 500 Croissance, légèrement plus prononcée que la décote moyenne de 23 % (figures 30 et 31).
 - ✓ La croissance des bénéfices combinés a décéléré pour l'ensemble du marché et pour tous les styles de placement, mais les actions de valeur ont vu leurs taux de croissance du BPA chuter à un rythme plus lent que l'indice général S&P 500, tandis que les actions de croissance ont affiché un rythme de baisse plus rapide, comme le montre le contraste entre les tendances de croissance combinées relatives à la figure 32. La croissance des bénéfices combinés pour l'indice S&P 500 Valeur a été en hausse par rapport à celle de l'indice S&P 500 Croissance pendant la majeure partie de 2022, le taux de croissance du BPA des titres de valeur éclipsant actuellement celui des titres de croissance de plus de cinq points de pourcentage, ce qui représente un différentiel notable par rapport au passé.

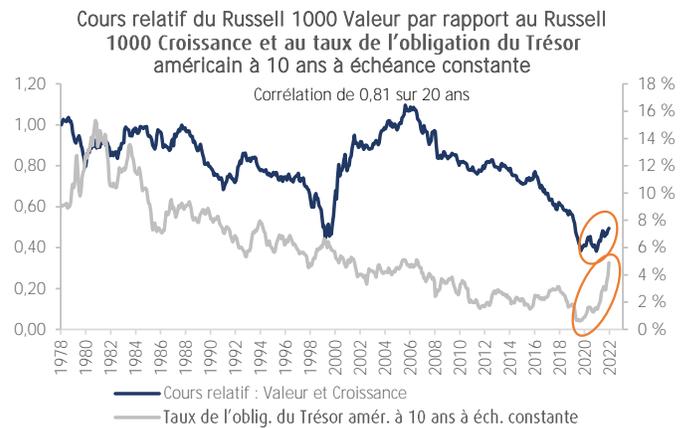
- ✓ La valeur a nettement éclipsé la croissance après la conclusion des quatre derniers cycles de resserrement de la Fed, l'indice Russell 1000 Valeur enregistrant un gain de 20,6 %, en moyenne, 12 mois après le resserrement, contre un gain de 15,3 % pour l'indice Russell 1000 Croissance (figure 33).
- ✓ Comme nous l'avons déjà indiqué, nous estimons qu'au cours des prochaines années, le marché des actions américaines connaîtra des rendements plus normalisés, situés dans une fourchette de rendement global de 0 à 10 % d'après la moyenne mobile sur 12 mois des rendements mensuels du S&P 500 d'une année sur l'autre. Nous définissons ce « régime de marché » dans notre [rapport US Strategy Factor Focus](#). Nos études montrent que les actions de valeur ont enregistré des rendements globaux annualisés moyens supérieurs pendant des périodes caractérisées par cette fourchette de rendement global de 0 à 10 % comparativement aux actions de valeur et au marché en général (figure 34).

Figure 27 : La valeur a surclassé la croissance depuis le début de l'année après un creux historique des cours relatifs



Sources : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, FactSet, Russell.

Figure 28 : Le contexte de taux d'intérêt plus élevés pendant plus longtemps devrait favoriser la surperformance continue de la valeur par rapport à la croissance



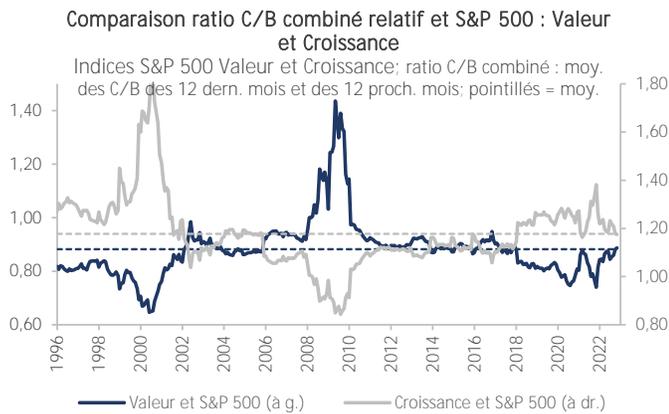
Sources : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, FactSet, Russell, FRB.

Figure 29 : Les cycles de style sont généralement de longue durée, ce qui indique que la récente transition vers la valeur pourrait être là pour de bon



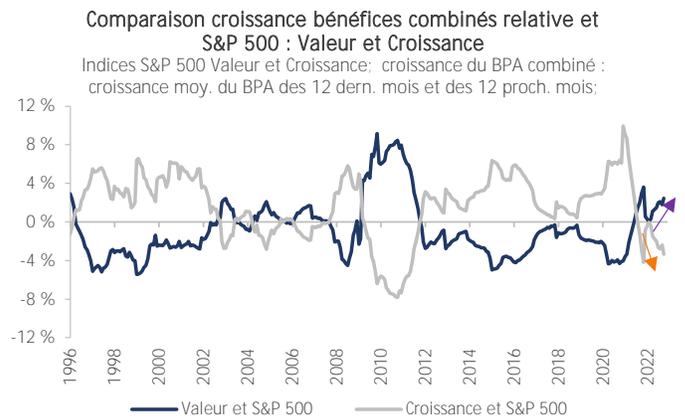
Sources : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, FactSet, Russell.

Figure 30 : Le ratio cours/bénéfice combiné valeur et croissance correspond à la moyenne historique



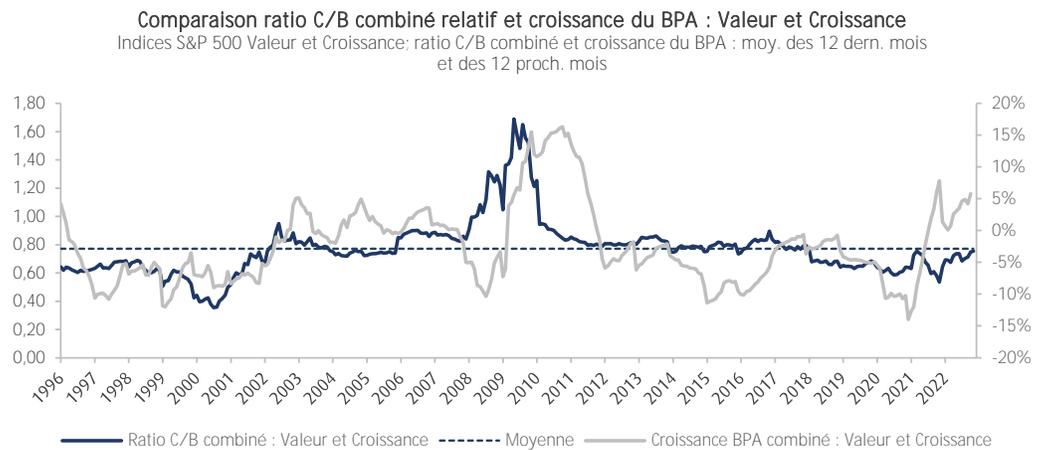
Sources : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, FactSet.

Figure 31 : La croissance du BPA combiné des actions de valeur s'est améliorée par rapport au S&P 500



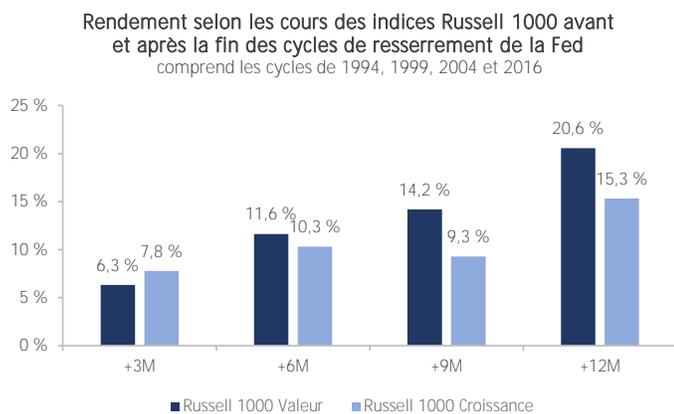
Sources : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, FactSet.

Figure 32 : L'indice S&P 500 Valeur affiche un ratio cours/bénéfice combiné relatif inférieur à celui de l'indice S&P 500 Croissance et une croissance plus élevée du BPA



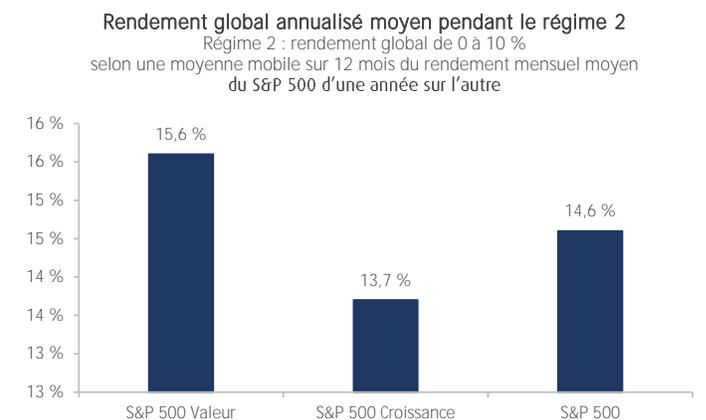
Sources : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, FactSet.

Figure 33 : La valeur surclasse la croissance 12 mois après la fin du resserrement de la Fed



Sources : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, FactSet, Russell.

Figure 34 : Le régime de marché qui s'annonce favorise la valeur par rapport à la croissance

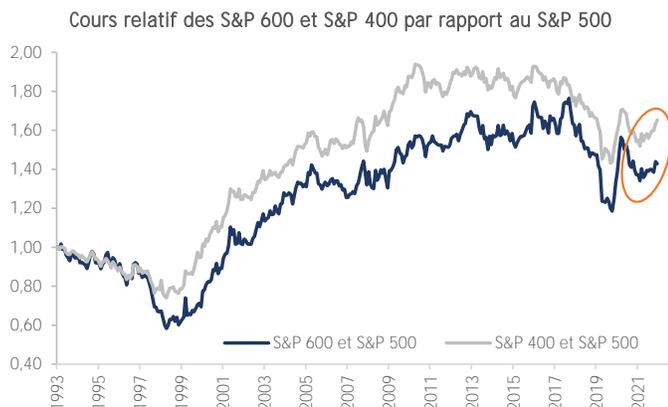


Sources : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, FactSet.

La dynamique de la taille place les actions à petite et moyenne capitalisation à l'avant-scène

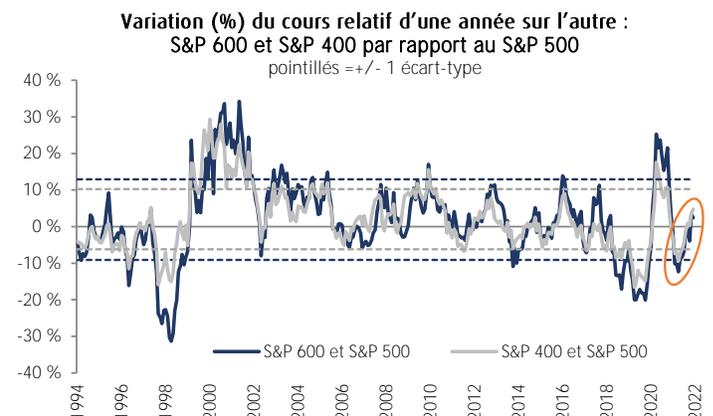
- La montée du dollar américain a pointé à nouveau les projecteurs sur les actions à petite et moyenne capitalisation davantage orientées sur le marché intérieur, qui ont généralement surclassé par le passé leurs pairs à grande capitalisation pendant les périodes de force soutenue du dollar, et se négocient actuellement à des niveaux de valorisation grandement inférieurs à ceux des actions à grande capitalisation. Sur le plan du rendement, les actions à petite et moyenne capitalisation ont pris une ferme tangente à la hausse comparativement aux actions à grande capitalisation depuis quelques mois, ce qui pourrait continuer en 2023, d'après nous, compte tenu de leur historique de rendement supérieur en début de cycle.
 - ✓ Les actions à petite et moyenne capitalisation ont fait meilleure figure que les actions à grande capitalisation depuis le début de l'année, le S&P 600 et le S&P 400 éclipsant le S&P 500 de plus de trois et cinq points de pourcentage, respectivement. De plus, la variation relative en pourcentage du cours d'une année sur l'autre pour les actions à petite et moyenne capitalisation par rapport aux actions à grande capitalisation a fortement rebondi après avoir chuté sous le niveau d'écart-type de -1 plus tôt en 2022 (figures 35 et 36).
 - ✓ Nos analyses montrent que les actions à petite et moyenne capitalisation ont fortement dépassé les actions à grande capitalisation au cours des 13 premiers mois qui ont suivi les creux du marché baissier, l'indice Russell 2000 et l'indice Russell des actions à moyenne capitalisation ayant surclassé l'indice Russell 1000 de 16,9 % et de 12,3 %, en moyenne (figure 37).
 - ✓ Les sociétés figurant dans les indices S&P 600 et S&P 400 tirent environ 80 % et 77 % de leurs revenus des États-Unis, respectivement, comparativement à 60 % pour le S&P 500 (figure 38). Cela devrait profiter aux actions à petite et moyenne capitalisation si la hausse du dollar américain persiste, selon nous, car leur exposition accrue à l'économie intérieure devrait aider à protéger leur position concurrentielle et leur rentabilité générales par rapport aux multinationales. En effet, nous avons repéré 12 périodes passées de force soutenue du dollar américain et constaté que l'indice Russell 2000 et l'indice Russell des actions à moyenne capitalisation ont enregistré des gains moyens annualisés de 10,2 % et de 8 %, respectivement, au cours de ces périodes, contre un gain de 4,5 % pour l'indice Russell 1000 (figure 39).
 - ✓ Du côté des valorisations, les actions à petite capitalisation ont généralement affiché par le passé une prime de 12 % par rapport aux actions à grande capitalisation, du point de vue du ratio cours/bénéfice combiné, tandis que les actions à moyenne capitalisation se négocient généralement à une prime de 6 %. Cependant, les valorisations relatives des actions à petite et moyenne capitalisation par rapport aux actions à grande capitalisation frôlent actuellement des creux record : les multiples cours/bénéfice combinés des indices S&P 600 et S&P 400 s'établissent à 28 % et à 25 % sous leurs moyennes sur 20 ans, respectivement (figure 40). Bien que les actions à petite capitalisation, en particulier, puissent être vues comme une proposition de valeur dans l'ensemble, ce groupe peut également offrir une CAPR intéressante à long terme, avec un taux de croissance du BPA à long terme d'environ 15 % (contre 11 % pour le S&P 500) et un ratio PEG d'environ 0,9 x (figure 41).

Figure 35 : Le cours relatif des indices S&P 600 et S&P 400 par rapport au S&P 500 suit une ferme tendance à la hausse



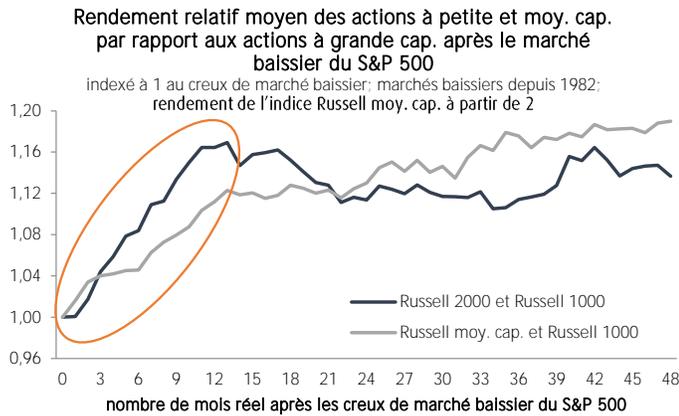
Sources : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, FactSet.

Figure 36 : Le rendement relatif d'une année sur l'autre des actions à petite et moyenne capitalisation a rebondi après avoir chuté sous le niveau d'écart-type -1



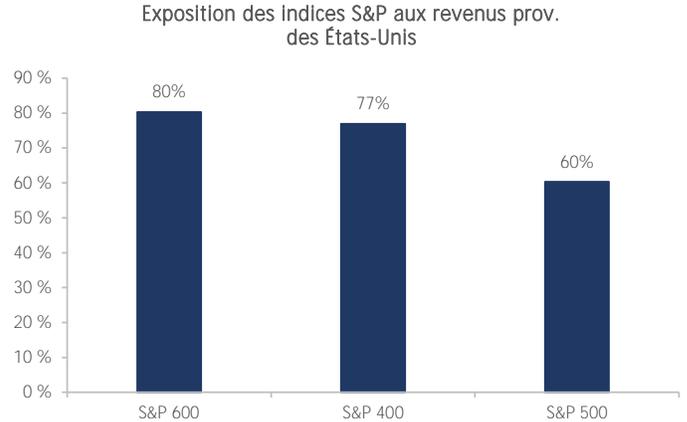
Sources : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, FactSet.

Figure 37 : Les actions à petite et moyenne capitalisation surperforment généralement en début de cycle



Sources : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, FactSet, Russell.

Figure 38 : Les actions à petite et moyenne capitalisation sont plus exposées aux États-Unis que leurs pairs à grande capitalisation



Sources : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, FactSet GeoRev.

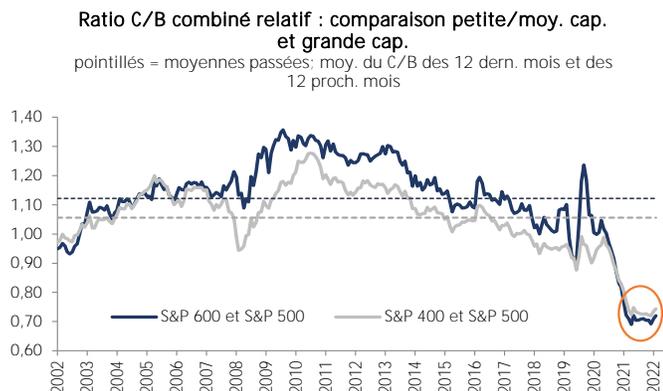
Figure 39 : Les périodes de force du dollar américain ont généralement favorisé les actions à petite et moyenne capitalisation

Rendements de l'indice Russell des actions à petite, moyenne et grande capitalisation pendant les périodes de vigueur de l'indice du dollar US

Période	Durée (mois)	Var (%) de l'indice du \$ US	Variation (%) du cours annualisé			
			Russell 2000	Indice Russell de moy. cap.	Russell 2500	Russell 1000
Juin 1980 - févr. 1985	57	88,3 %	16,3 %	12,9 %	15,8 %	9,8 %
Déc. 1987 - mai 1989	17	19,4 %	28,0 %	23,3 %	26,2 %	20,4 %
Janv. 1991 - juin 1991	5	17,2 %	44,0 %	31,5 %	39,9 %	21,0 %
Août 1992 - déc. 1993	16	22,7 %	26,3 %	18,0 %	22,5 %	10,5 %
Juil. 1995 - mars 1998	32	24,4 %	19,0 %	22,7 %	20,8 %	27,7 %
Oct. 1998 - janv. 2002	40	28,3 %	7,6 %	7,5 %	10,1 %	1,3 %
Déc 2004 - nov. 2005	11	13,3 %	4,3 %	10,8 %	7,1 %	4,7 %
Mars 2008 - févr. 2009	11	22,6 %	-46,0 %	-49,4 %	-46,9 %	-47,1 %
Nov. 2009 - mai 2010	6	15,5 %	30,4 %	20,1 %	27,3 %	1,1 %
Avr. 2011 - mai 2012	13	13,9 %	-10,9 %	-7,7 %	-9,4 %	-4,1 %
Juin 2014 - déc. 2016	30	28,1 %	5,2 %	4,2 %	4,2 %	5,1 %
Janv. 2018 - sept. 2019	20	11,5 %	-2,0 %	2,2 %	0,1 %	3,1 %
Mai 2021 - oct. 2022	17	23,9 %	-13,3 %	-9,6 %	-11,7 %	-7,0 %
Moy. sauf période en cours			10,2 %	8,0 %	9,8 %	4,5 %

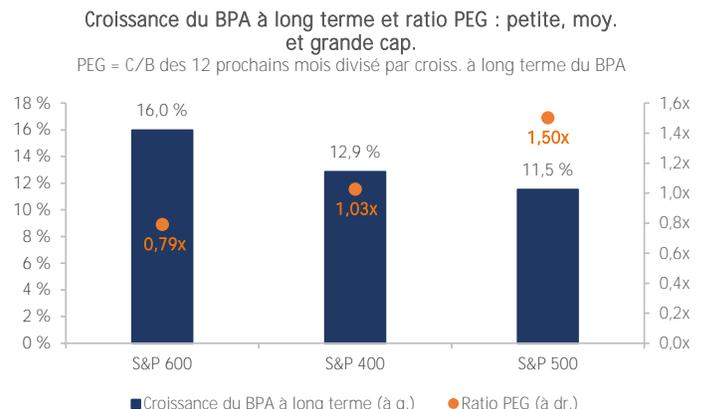
Sources : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, FactSet, Russell.

Figure 40 : Les valorisations des actions à petite et moyenne capitalisation frôlent des creux de 20 ans



Sources : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, FactSet.

Figure 41 : Les actions à petite capitalisation offrent de la valeur, mais aussi des perspectives de CAPR intéressantes



Sources : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, FactSet.

Perspectives du marché pour 2023 – Canada

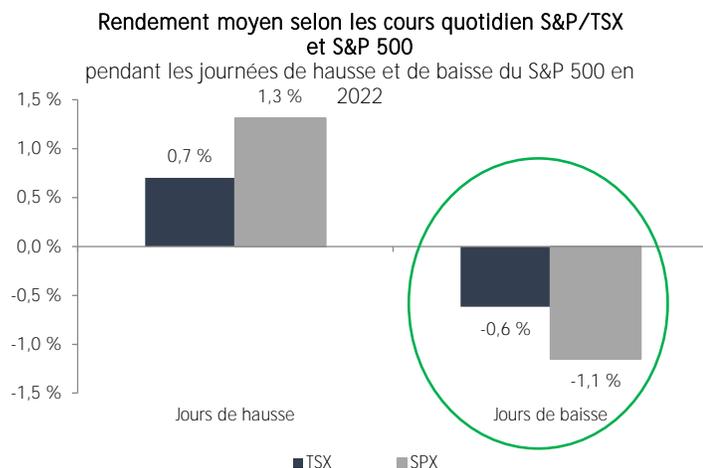
L'inversion de la valorisation du TSX s'inscrit dans le processus de retour à la normale

« Si les États-Unis vont bien, le Canada va bien » est notre adage de longue date pour le TSX, et nous sommes convaincus qu'il continuera de définir le rendement à long terme. En effet, nous croyons que le récent écart de valorisation entre ces deux marchés présente une occasion et devrait revenir à la normale d'ici quelques années. Certes, ce sera un facteur clé du rendement relatif au Canada pendant le processus général de « retour à la normale » que nous prévoyons pour les prochaines années. Il est certain que le chemin vers la normalisation sera semé d'embûches pour le Canada également; mais le retour à un marché plus axé sur les données fondamentales et centré sur les États-Unis, par opposition à l'environnement axé sur les liquidités et les facteurs macroéconomiques des dernières années, verra les valorisations des actions canadiennes finir par s'harmoniser avec celles des actions américaines. Selon nous, à mesure que les marchés s'éloignent de l'ère des gains induits par les liquidités, le Canada tirera parti d'un marché plus axé sur la valeur et sur les données fondamentales. Bien que nous soyons d'avis que le Canada est idéalement placé pour réussir en 2023, nous ne croyons pas être dans un super-cycle des produits de base qui reproduirait potentiellement une période de surperformance des actions canadiennes comme dans les années 2000. Quoi qu'il en soit, nous sommes convaincus que le retour à la normale entraînera des rendements plus constants et plus corrélés pendant les prochaines années, surtout au vu des solides relations transfrontalières entre le Canada et les États-Unis.

À l'approche de 2023, pour ce qui est du marché des actions, nous estimons que le TSX est plus avancé pour ce qui est de réévaluer la décélération de la croissance des bénéfiques et le potentiel d'une récession modérée en 2023. C'est pourquoi le Canada reste bien positionné en vue d'une surperformance à court terme, ce qui se traduira, d'après nous, par une surperformance modérée par rapport aux États-Unis en 2023 alors que les valorisations commencent à converger. Le TSX a effectivement offert une solide protection contre les baisses en 2022 (voir la figure 42 au sujet du rendement relatif haussier et baissier), tendance qui nous semble devoir se maintenir alors qu'une autre année volatile s'annonce. Dans l'ensemble, nous sommes d'avis que le marché des actions canadiennes atteindra des cours modérément plus élevés par rapport aux niveaux actuels, avec un cours cible de fin d'année 2023 de 22 500 sur des bénéfiques d'à peine 1 500 \$. Cela représente un rendement annuel de 7 % selon nos prévisions de fin d'année 2022, légèrement supérieur au rendement selon les cours stable que nous attendons pour le S&P 500 au cours de l'année.

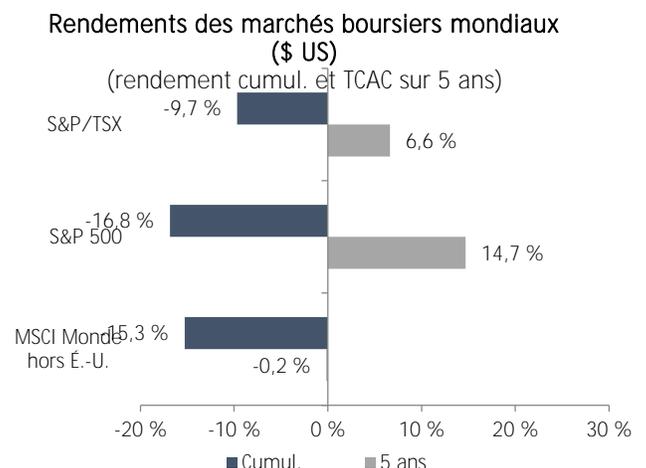
Cela dit, comme aux États-Unis, l'environnement de 2023 exigera agilité et rapidité; il faudra un positionnement plus actif au Canada et dans ses secteurs, surtout à mesure que le marché réagira au sommet atteint par les taux d'intérêt, à la fin du cycle, à l'allègement des pressions inflationnistes et au potentiel d'une récession modérée dans les premiers mois de 2023. Notre stratégie de placement et le positionnement de notre portefeuille subiront donc sans doute de « multiples révisions » en 2023, au moment où le marché effectue un retour à la normale et où les données fondamentales réagissent en conséquence.

Figure 42 : TSX en 2022 = protection contre les baisses



Sources : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, FactSet.

Figure 43 : Surperformance du TSX pendant une année difficile



Sources : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, FactSet.

Cours cible du S&P/TSX : 22 300

Bien que nous ayons modéré notre enthousiasme pour les actions américaines en 2023, nous sommes un peu plus optimistes à propos des actions canadiennes. Les investisseurs canadiens sont sans doute confrontés aux mêmes macro-défis que les investisseurs américains; mais le TSX se négocie déjà à moins de 12 fois les bénéfices en glissement sur 12 mois. La baisse devrait donc être plus limitée, selon nous. En fait, l'indice S&P/TSX surclasse l'indice S&P 500 de plus de 6 % depuis le début de l'année et a réussi à éviter le territoire baissier – tendance dont nous prévoyons qu'elle se maintiendra dans les premiers mois de 2023, surtout si les marchés des actions revivent le creux du cycle actuel.

Dans l'ensemble, tout comme aux États-Unis, nous sommes convaincus que les stratégies de placement actives seront un des principaux piliers de 2023. En d'autres mots, les investisseurs devront être agiles durant toute l'année, en allant d'un secteur à l'autre pour profiter de conditions de marché qui s'annoncent en constante évolution, afin d'obtenir des rendements supérieurs. Des modifications des pondérations générales du TSX pourraient notamment être nécessaires, étant donné que le Canada affichera des rendements supérieurs dans les premiers mois de l'année.

BPA cible du S&P/TSX : 1 500 \$

Compte tenu des facteurs macroéconomiques défavorables, nos perspectives de bénéfices sont un peu plus prudentes, et nous prévoyons une contraction modérée d'environ 3 % en 2023 par rapport à notre cible de 1 550 \$ pour la fin de l'année 2022. Bien que nous nous attendions auparavant à ce que la croissance des bénéfices revienne à la normale dans la fourchette intermédiaire à inférieure des pourcentages à un chiffre, le cycle de resserrement plus énergique et le risque d'une récession modérée en 2023 impliquent que les bénéfices risquent de se contracter légèrement l'an prochain, surtout avec un ralentissement de la dynamique des prix des marchandises. Heureusement, l'indice S&P/TSX se négocie déjà à des multiples de bénéfices proches d'un creux record, ce qui implique que le marché a déjà intégré ce facteur. Nous nous attendons donc à ce que le ratio cours/bénéfice en glissement annuel augmente à 15x d'ici la fin de 2023 par rapport à l'actuel ratio cours/bénéfice des 12 derniers mois, inférieur à 12x. En effet, ces chiffres demeurent nettement inférieurs au ratio cours/bénéfice moyen en glissement annuel à long terme de 17x et au ratio cours/bénéfice implicite des 12 derniers mois de 19x pour le S&P 500 en 2023.

Figure 44 : Scénarios cibles de l'indice composé S&P/TSX pour 2023

Scénario	Cours	BPA	Justification
Haussier	26 000	1 600 \$	<p>Récession évitée grâce à la politique adéquate de la Fed, l'inflation recule durant toute l'année, le taux de l'obligation à 10 ans est en moyenne inférieur à 4 % et fléchit progressivement durant toute l'année.</p> <ul style="list-style-type: none"> Cela entraîne une expansion plus marquée des multiples et une normalisation. Les bénéfices CROISSENT, de sorte que l'indice TSX atteint un nouveau sommet.
De base	22 500	1 500 \$	<p>Une récession modérée est le scénario de base, les taux d'intérêt (plus particulièrement le taux à 10 ans) plafonnent pendant le premier semestre, puis diminuent avec l'inflation pendant le second semestre.</p> <ul style="list-style-type: none"> Une expansion modérée des multiples compense la légère baisse des bénéfices globaux. Les valorisations poursuivent leur légère progression vers leurs moyennes passées à long terme, mais le TSX affiche toujours une décote par rapport au marché américain.
Baissier	17 000	1 250 \$	<p>Atterrissage brutal; politique surestimée de la Fed. Le chômage commence à s'accroître, l'aversion pour le risque revient en force.</p> <ul style="list-style-type: none"> PAS d'expansion des multiples (peut-être même une nouvelle compression) Les bénéfices connaissent un recul typique d'une récession (de 20 à 30 %). La bonne nouvelle, c'est qu'une baisse des taux d'intérêt et de l'inflation pourrait alors s'accroître. La mauvaise nouvelle, c'est que cela entraînera probablement un autre déclin notable pour l'année civile.

Sources : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, Bloomberg.

Figure 45 : Cibles pour le S&P/TSX en 2022 et 2023

Cours cible			
Modèle	Catégorie	2022E	2023E
Actualisation des dividendes	Analyse fondam.	21 500	22 225
Cours à sa juste valeur-bénéfice	Valorisation	21 000	25 144
Révision du BPA	Retour à la moy.		21 125
Régression macroéconomique	Analyse macroécon.		22 674
Rendement escompté*		3,9 %	11,3 %
Dernier cours de clôture du S&P/TSX		20 220	20 220
Cours cible		21 000	22 500
Bénéfice par action cible			
Modèle	Catégorie	2022E	2023E
Régression macroéconomique	Analyse macroécon.	1 200	1 530
Régression vers la moy. consensuelle	Analyse fondam.	1 590	1 520
BPA normalisé	Retour à la moy.	1 350	1 370
Croissance escomptée du BPA		16 %	-3,2 %
BPA du S&P/TSX de l'année précédente **		1 340 \$	1 550
BPA cible		1 550 \$	1 500
Cours/bénéfice implicite		13,5 x	15,0 x

*Selon le cours de clôture du 28 nov. 2022.

**Basé sur notre BPA cible de l'année précédente si le BPA de toutes les sociétés de l'indice n'a pas été annoncé.

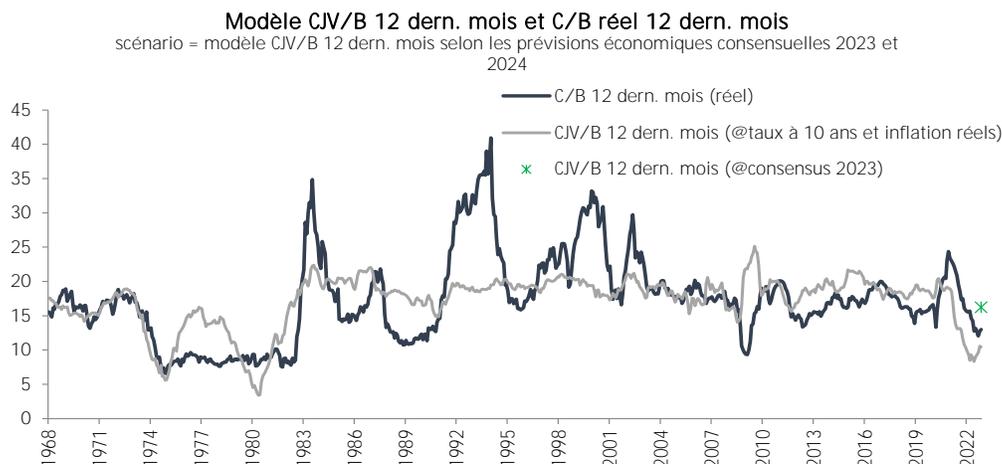
Source : Groupe Stratégie de placement de BMO.

Principales observations sur nos modèles et hypothèses sous-jacentes

Compte tenu de l'environnement inflationniste persistant et de la fermeté des banques centrales, nous avons apporté plusieurs ajustements aux hypothèses de nos modèles sous-jacents. Dans notre modèle d'actualisation des dividendes, qui a été l'un de nos modèles de prévision les plus fiables, nous avons augmenté notre hypothèse de coût des actions à long terme pour refléter la persistance de taux d'intérêt élevés dans la fourchette de 3 à 5 %. Si les taux d'intérêt devaient suivre une tendance à la baisse, ce facteur pourrait s'avérer positif pour ce modèle dans les prochaines années.

Notre modèle de ratio cours à la juste valeur/bénéfice montre le potentiel haussier pour une inversion des valorisations en 2023 si l'inflation et les taux d'intérêt évoluent de la façon attendue par la plupart des observateurs. Ce modèle utilise une régression de la relation entre les taux d'intérêt à long terme et l'inflation pour calculer un ratio cours à la juste valeur/bénéfice à long terme. Lorsque nous appliquons l'estimation consensuelle de 2023 pour le taux de l'obligation du Trésor américain à 10 ans et l'inflation, et que nous l'appliquons ensuite à notre propre BPA estimatif, le modèle implique une juste valeur cible de 25 000 pour le TSX. En effet, ce modèle montre un retour des valorisations à un niveau voisin des moyennes passées au cours de l'année si les prévisions consensuelles se confirment.

Figure 46 : Le modèle de ratio cours à la juste valeur/bénéfice montre une inversion marquée en fonction des estimations consensuelles pour 2023

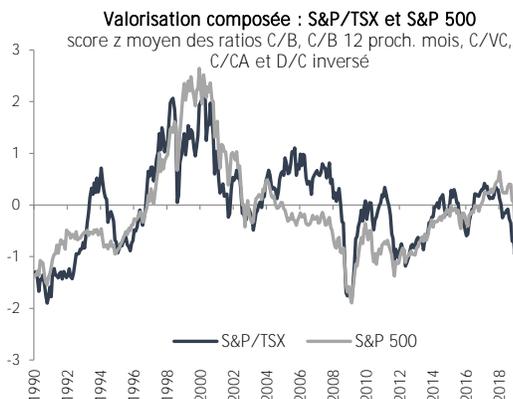


Sources : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, FactSet, IBES.

La proposition de valeur canadienne demeure une caractéristique clé à l'aube de 2023

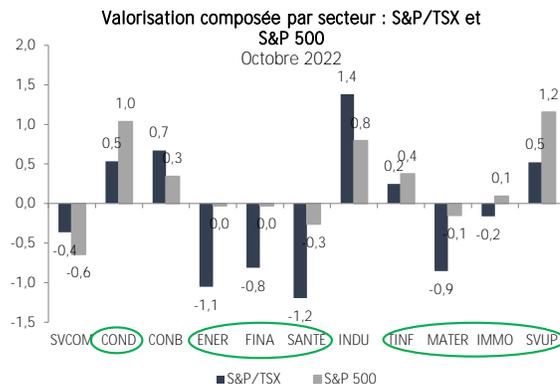
Bien que la valeur constante offerte par les actions canadiennes par rapport aux actions américaines et à celles d'autres marchés développés ait aidé le TSX à éviter un marché baissier en 2022, notre ratio de valorisation composé pour le S&P/TSX a tout de même atteint son niveau le plus faible depuis 2009 et demeure nettement inférieur au ratio de valorisation composé du S&P 500 (figure 47, qui illustre l'ampleur de l'écart de valorisation entre le Canada et les États-Unis). Il faut reconnaître que, bien que l'écart record de valorisation avec les États-Unis se soit rétréci du fait que le TSX a surperformé pendant la majeure partie de 2022, nos études continuent de montrer que les actions canadiennes affichent dans l'ensemble une forte décote. À mesure que les actions s'adaptent à un marché de plus en plus axé sur les données fondamentales, la valorisation a tendance à prédominer dans l'esprit des investisseurs. C'est pourquoi le TSX devrait surclasser le S&P 500 pour une deuxième année consécutive. Dans l'ensemble, bien que les différences de pondération sectorielle jouent un rôle clé dans cet écart de valorisation, nos recherches font penser que le Canada recèle encore des occasions de valeur significatives (figure 48). De fait, les titres énergétiques canadiens demeurent fortement sous-évalués, particulièrement en comparaison de leurs homologues du reste du monde. Le secteur canadien des matériaux est un secteur de plus grande valeur au Canada au vu de la compression marquée des valorisations. Même en dehors de ces secteurs des ressources, les actions canadiennes des secteurs de la finance, de la consommation discrétionnaire et des services d'utilité publique se négocient en deçà de leurs homologues américaines. Nous sommes donc d'avis que les actions canadiennes offrent plusieurs occasions de valeur, surtout par rapport aux titres américains. Les investisseurs devraient donc continuer de voir le Canada comme une proposition de valeur intéressante offrant un solide avantage sur le plan des revenus et assortie d'une exposition significative à la croissance américaine.

Figure 47 : L'écart de valorisation se resserre, mais demeure



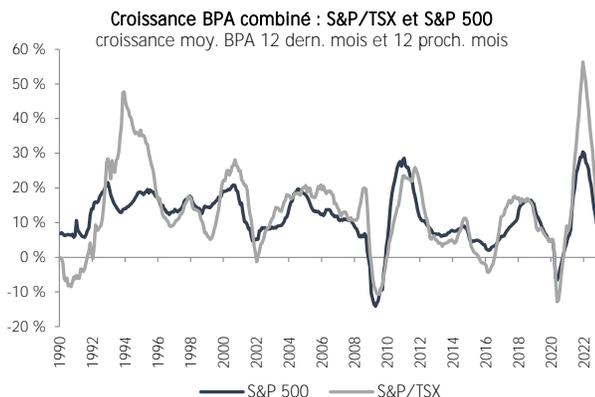
Sources : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, FactSet, IBES.

Figure 48 : La plupart des secteurs affichent une valeur relative par rapport aux États-Unis



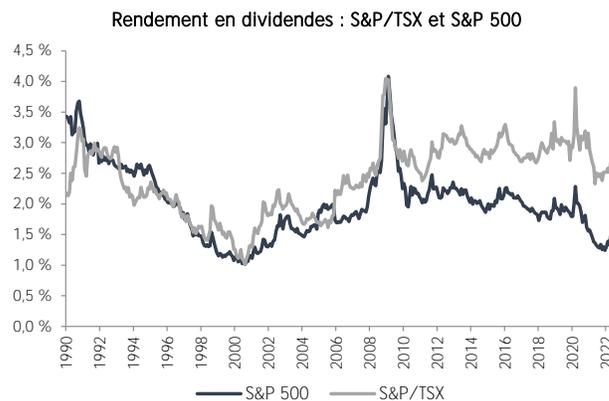
Sources : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, FactSet, IBES.

Figure 49 : La croissance du BPA a convergé et cadre avec celle des États-Unis



Sources : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, FactSet, IBES.

Figure 50 : Le TSX a un solide avantage sur le plan du ratio dividende/cours



Sources : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, FactSet.

Le TSX peut surperformer dans des environnements de hausse des **taux d'intérêt**

Les taux d'intérêt à long terme clairement en hausse et les cycles de resserrement aux États-Unis et au Canada devraient demeurer des facteurs macroéconomiques clés à l'approche de 2023, même si les pressions inflationnistes s'atténuent. Notre examen du rendement selon les cours absolus et relatifs du S&P/TSX au cours des cycles de taux d'intérêt précédents révèle que le TSX peut encore enregistrer de solides rendements et a tendance à surclasser le S&P 500 dans ces environnements (figure 51). Nous sommes donc convaincus que le TSX a encore beaucoup de marge pour continuer à surperformer dans ce contexte de taux d'intérêt élevés et en hausse, notamment en raison de sa solide valeur relative. En effet, depuis 1979, le TSX a surclassé le S&P 500 durant sept des dix derniers cycles de hausse des taux d'intérêt. Qui plus est, pendant les six dernières périodes de hausse des taux d'intérêt, le TSX a continué de surclasser le S&P 500 six mois après que les taux d'intérêt ont atteint leur sommet, ce qui laisse penser qu'une telle surperformance pourrait se prolonger en 2023. Cependant, nos recherches indiquent également que cette surperformance s'estompe et que le TSX finit par faire moins bonne figure que le S&P 500 en moyenne 12 mois après que les taux d'intérêt ont atteint leur sommet et après la dernière hausse des taux par la Fed. Dans l'ensemble, nous sommes d'avis que les investisseurs devraient maintenir une surpondération en actions canadiennes alors que nous entamons 2023, mais rester sélectifs et tactiquement agiles compte tenu du contexte de l'inflation et des taux d'intérêt.

Figure 51 : Le TSX peut surperformer pendant les cycles de hausse des **taux d'intérêt**

Rendement moyen selon les cours du S&P/TSX par rapport au S&P 500 pendant les cycles de hausse des taux d'intérêt

Depuis 1979

Début	Fin	Pendant les cycles de hausse des taux	6 mois après le sommet	12 mois après le sommet
30 juin 1979	30 sept. 1981	3,1 %	-12,5 %	-17,9 %
30 avr. 1983	31 mai 1984	4,0 %	-2,2 %	-2,5 %
28 févr. 1987	28 févr. 1989	0,4 %	-7,7 %	-10,2 %
30 sept. 1993	31 déc. 1994	5,5 %	-9,4 %	-16,6 %
31 janv. 1996	30 avr. 1997	-4,5 %	0,3 %	-7,6 %
31 oct. 1998	31 janv. 2000	7,6 %	19,6 %	12,2 %
30 juin 2003	30 juin 2007	29,1 %	1,8 %	22,2 %
31 déc. 2008	30 avr. 2010	3,4 %	4,1 %	-0,6 %
31 juil. 2012	31 déc. 2013	-12,9 %	4,8 %	-3,6 %
31 juil. 2016	31 oct. 2018	-17,4 %	1,6 %	-2,1 %
31 juil. 2020	31 oct. 2022	1,5 %		
Moyenne de tous les cycles		1,8 %	0,0 %	-2,7 %

Sources : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, FactSet, FRB.

Figure 52 : Le TSX **surperforme souvent lorsque les taux d'intérêt dépassent la moyenne sur 3 ans**

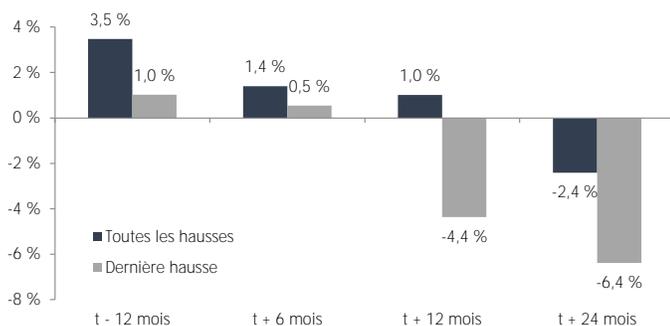
Rendement selon les cours du S&P/TSX dans divers régimes de taux d'intérêt aux É.-U. : rendement absolu et relatif par rapport au S&P 500 données mensuelles depuis 1968



Sources : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, FactSet, FRB.

Figure 53 : Le TSX peut surperformer pendant les cycles de **resserment, mais cette surperformance s'estompe après la fin du cycle de hausse**

Rendement du S&P/TSX par rapport au cours moyen du S&P 500 pendant les cycles de hausse des taux de la Fed données quotidiennes depuis 1968



Sources : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, FactSet, FRB.

Figure 54 : Sauf en 2000, les actions canadiennes ont généralement affiché des gains après que la Fed a arrêté de relever les taux

Cours normalisé du S&P/TSX après la fin des cycles de resserment aux États-Unis

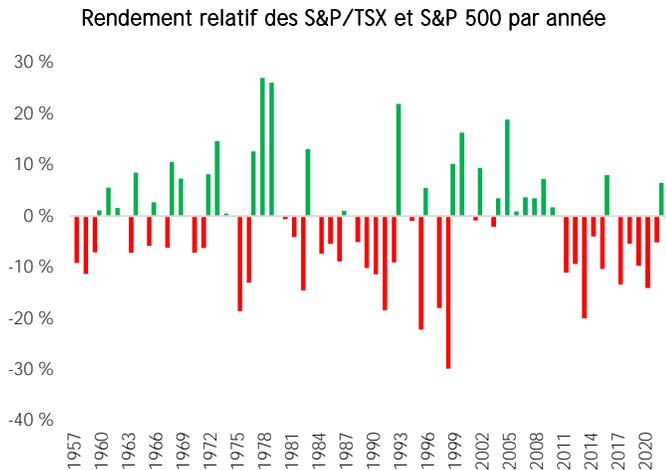


Sources : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, FactSet, FRB.

Le TSX peut afficher un rendement supérieur pendant plusieurs années

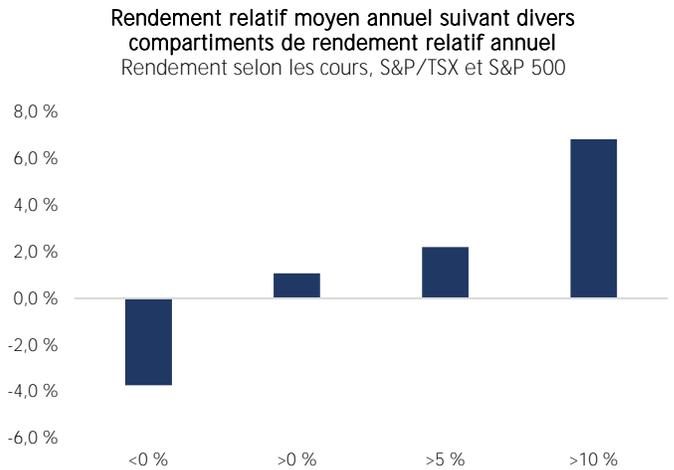
Certes, le S&P/TSX peut surclasser le S&P 500 deux années de suite. Depuis 1957, le S&P/TSX a surclassé le S&P 500 en moyenne après les années où le TSX a surperformé (des surperformances consécutives sont courantes). De fait, nos études montrent que plus le rendement relatif est solide, plus le rendement relatif de l'année suivante peut également être solide (figure 56). Les années où le TSX a surperformé de plus de 10 %, le rendement moyen de l'année suivante était de près de 7 %. De plus, les années de surperformance ont tendance à se suivre et durent souvent plusieurs années, même en dehors des supercycles des produits de base.

Figure 55 : Surperformance du TSX plusieurs années de suite



Sources : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, FactSet.

Figure 56 : Le TSX peut de nouveau surperformer après une année de surperformance

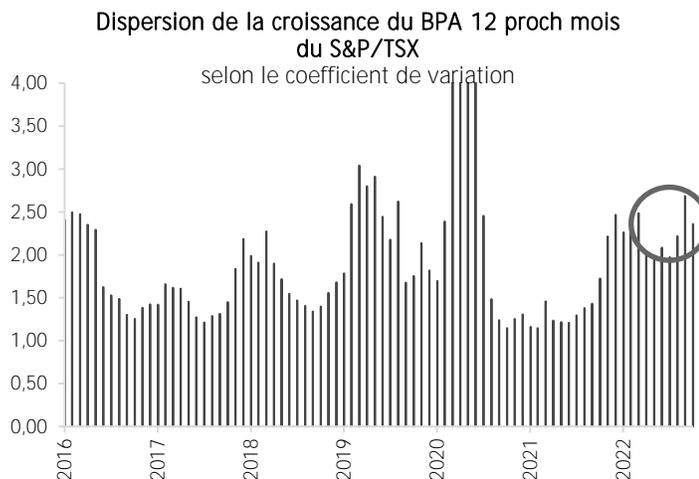


Sources : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, FactSet.

Canada = rester sélectifs = revenu + valeur + CAPR

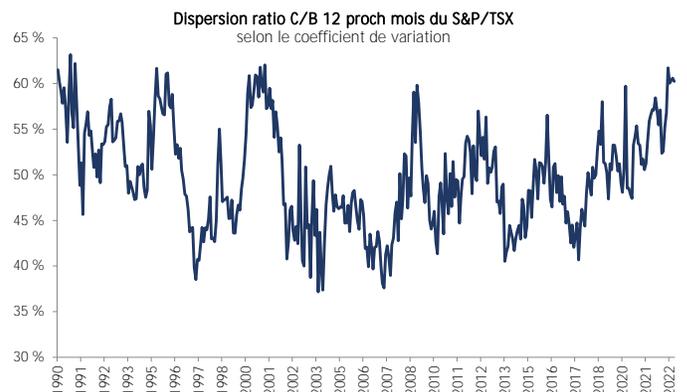
Avec le risque de récession et la fin du cycle de resserrement à l'horizon, nous sommes d'avis que le marché est dans un environnement fondamental plus différencié qui devrait favoriser une démarche de placement plus sélective (une sélection des titres plus judicieuse). La dispersion de la croissance des bénéfices demeure effectivement élevée et a continué d'augmenter vers la fin de l'année. De plus, la dispersion des valorisations chez les sociétés du S&P/TSX a beaucoup augmenté depuis le milieu de 2021 et approche maintenant constamment des sommets. C'est pourquoi nous sommes d'avis que les investisseurs devraient être plus sélectifs et se concentrer sur des sociétés aux valorisations plus raisonnables, au solide potentiel de revenu et aux profils de croissance viables à long terme.

Figure 57 : La dispersion de la croissance des bénéfices est élevée et en hausse



Sources : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, FactSet, IBES.

Figure 58 : La dispersion des valorisations approche des niveaux record



Sources : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, FactSet, IBES.

Rendement après le marché baissier et en contexte de récession

Avec une courbe des taux inversée aux États-Unis et un cycle de resserrement mondial énergétique, le risque de récession en 2023 pour le Canada et les États-Unis est élevé. Cela représente un risque évident pour le rendement des marchés d'actions à l'approche de 2023. En effet, nos analyses montrent que le TSX enregistre en moyenne une contraction modérée des cours pendant les années de récession. Nous sommes donc d'avis que 2023 devrait être une autre année volatile qui exigera une démarche de placement plus agile et plus active. Nos recherches indiquent que les marchés ont tendance à marquer un creux dans les six premiers mois d'une récession et affichent généralement d'importants gains une fois les planchers baissiers établis, même pendant que les bénéfices se contractent pendant les 12 mois suivants. Au cours des 11 derniers marchés baissiers aux États-Unis, le TSX a grimpé de près de 30 % en moyenne pendant les 12 mois suivants. Lorsque le ratio cours/bénéfice des 12 derniers mois du TSX était inférieur à 12x, comme il l'est actuellement, le marché a progressé de plus de 40 %, en moyenne, dans les 12 mois suivants et de 30 %, en moyenne, dans les six premiers mois.

Figure 59 : Le TSX affiche généralement de solides rendements selon les cours et une expansion des multiples après des marchés baissiers aux États-Unis

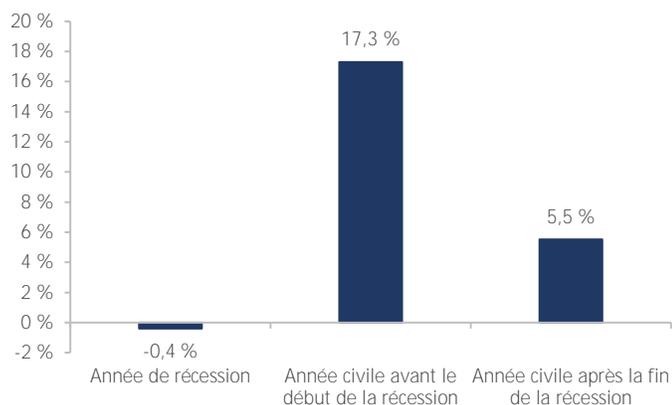
Rendement selon les cours, croissance des bénéfices et variation du ratio cours/bénéfice des 12 derniers mois du S&P/TSX après des marchés baissiers aux États-Unis

Creux du marché baissier	Cours		BPA		Ratio C/B	
	6 mois	12 mois	6 mois	12 mois	6 mois	12 mois
22 oct. 1957	1 %	20 %	-11 %	-12 %	1,6	4,3
26 juin 1962	10 %	18 %	0 %	10 %	1,5	1,2
7 oct. 1966	16 %	12 %	5 %	5 %	1,5	0,9
26 mai 1970	11 %	18 %	2 %	-6 %	1,3	3,5
3 oct. 1974	11 %	2 %	4 %	-1 %	0,5	0,2
12 août 1982	51 %	71 %	-46 %	-39 %	18,6	18,7
4 déc. 1987	14 %	13 %	21 %	38 %	-0,7	-2,3
11 oct. 1990	15 %	9 %	-20 %	-43 %	5,4	11,5
9 oct. 2002	13 %	33 %	29 %	54 %	-2,6	-2,9
9 mars 2009	47 %	58 %	-17 %	-22 %	6,7	8,9
23 mars 2020	42 %	68 %	-22 %	-18 %	9,3	11,6
12 oct. 2022						
Moyenne	21 %	29 %	-5 %	-3 %	3,9	5,1
Moyenne (ratio C/B des 12 dern. mois initial < 12x)	30 %	44 %	-18 %	-18 %	7,3	8,8

Sources : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, FactSet.

Figure 60 : Les années de récession sont généralement médiocres

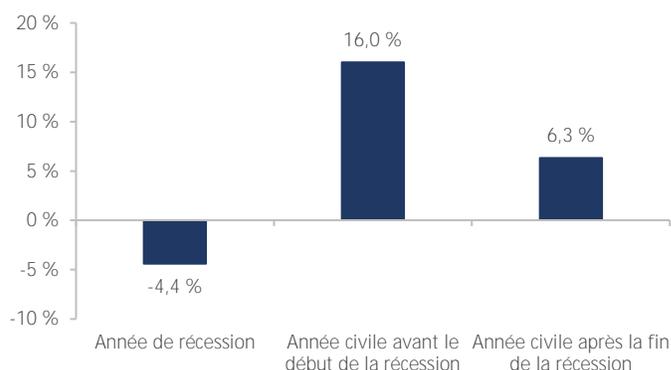
Rendement selon les cours S&P/TSX par année civile autour des récessions périodes annuelles depuis 1956



Sources : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, FactSet.

Figure 61 : Les bénéfices se contractent généralement pendant les années de récession

Variation moyenne du BPA (%) du S&P/TSX par année civile autour des récessions périodes annuelles depuis 1956



Sources : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, FactSet.

Accent sur les occasions tactiques canadiennes de CAPR

Du point de vue stratégique, tandis que les marchés des actions canadiennes affichent un écart de valorisation record par rapport aux autres marchés mondiaux, nous sommes d'avis que le Canada peut continuer à surperformer, notamment au début de 2023. De plus, compte tenu des facteurs macroéconomiques défavorables, nous croyons que les investisseurs devraient être très sélectifs en se concentrant clairement sur la croissance à un prix raisonnable (CAPR), tout en misant sur des sociétés aux solides profils de croissance des revenus. Voyez notre portefeuille CAPR d'actions canadiennes toutes capitalisations, qui se concentre sur des entreprises aux valorisations inférieures au marché qui affichent des bénéfices record et dont on attend des bénéfices record pour les prochaines années.

Ajouts : Enbridge (ENB); Stantec (STN); TELUS (T)

Suppressions : Air Canada (AC); Banque de Nouvelle-Écosse (BNS); Kinaxis (KXS)

Figure 62 : Portefeuille CAPR tactique d'actions canadiennes

Symbole	Société	Cours	Note de BMO
ALA	AltaGas Ltd.	22,80 \$	SU
ARX	ARC Resources Ltd.	18,73 \$	SU
BMO	Banque de Montréal ¹	132,12 \$	N. N.; R
BTO	B2Gold Corp.	4,71 \$	SU
CAE	CAE Inc.	29,06 \$	SU
CIX	CI Financial Corp.	14,30 \$	SU
CM	Banque Canadienne Impériale de Commerce	65,10 \$	SU
CNQ	Canadian Natural Resources Limited	80,52 \$	SU
CNR	Comp. des chemins de fer nationaux du Canada	169,17 \$	SU
CRT.UN	Fiducie de placement CT REIT	15,85 \$	N. N.
CTC.A	La Société Canadian Tire Limitée, cat. A	150,08 \$	PM
CVE	Cenovus Energy Inc.	27,11 \$	SU
CWB	Banque canadienne de l'Ouest	25,84 \$	SU
DOO	BRP, Inc.	94,83 \$	SU
EMA	Emera Incorporated	52,73 \$	SU
EMP.A	Empire Co. Ltd., cat. A	35,85 \$	PM
ENB	Enbridge Inc.	55,94 \$	SU
EOB	EOB Inc.	57,66 \$	SU
EQX	Equinox Gold Corp.	4,70 \$	SU
ET	Evertz Technologies Limited	12,30 \$	SU
FM	First Quantum Minerals Ltd.	30,97 \$	PM
FTT	Finning International Inc.	32,45 \$	SU
GIB.A	CGI Inc., cat. A	114,45 \$	SU
L	Les Compagnies Loblaw Limitée	117,75 \$	PM
MFC	Société Financière Manuvie	24,03 \$	PM
MG	Magna International Inc.	82,31 \$	N. N.
NA	Banque Nationale du Canada	99,13 \$	SU
NGD	New Gold Inc.	1,50 \$	SU
NTR	Nutrien Ltd.	110,16 \$	N. N.
OTEX	Open Text Corporation	40,05 \$	N. N.
PXT	Parex Resources Inc.	19,17 \$	SU
QBR.B	Quebecor Inc., cat. B	28,12 \$	SU
OSR	Restaurant Brands International Inc.	88,81 \$	N. N.
RCI.B	Rogers Communications Inc., cat. B	60,54 \$	SU
RY	Banque Royale du Canada	134,81 \$	PM
SLF	Financière Sun Life Inc.	62,47 \$	SU
STN	Stantec Inc.	67,81 \$	SU
SU	Suncor Énergie Inc.	47,38 \$	SU
T	TELUS Corporation	29,04 \$	SU
TD	Banque Toronto-Dominion	91,02 \$	PM
TECK.B	Teck Resources Limited, cat. B	45,29 \$	PM
TFII	TFI International Inc.	140,47 \$	N. N.
TOU	Tourmaline Oil Corp.	80,38 \$	SU
TRP	Corporation TC Énergie	65,97 \$	SU

Sources : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, FactSet. Cours au 28 nov. 2022.

¹BMO Marchés des capitaux ne peut publier aucune analyse sur la Banque de Montréal (BMO).

*Système de notation de la Recherche sur les actions de BMO Marchés des capitaux : SU : Surperformance, PM : Performance marché, SO : Sous-performance, N. N. : Non noté, R : Restriction par la Recherche sur les actions de BMO Marchés des capitaux.

**Ces actions sont suivies par BMO Marchés des capitaux; toutes les autres sont suivies par BMO Nesbitt Burns Inc.

Recommandations en matière de secteurs, de taille et de style

Opinions sectorielles au Canada

Figure 63 : Opinions sectorielles au Canada – Sommaire

Secteur	Opinion	Pond. dans l'indice		Remarques du Groupe Stratégie de placement de BMO
		Pond. dans l'indice	Pond. cible	
Services de commun.	SP	4,8 %	5,0 %	Demeure notre solution de rendement privilégiée, malgré les difficultés des stratégies de rendement. La prudence est de mise pour le début de 2023, malgré des valorisations grandement améliorées. Secteur défensif classique qui pourrait faire bonne figure au début de 2023, mais l'allègement des pressions inflationnistes deviendra un facteur défavorable.
Consomm. discrétionnaire	MAR	3,6 %	3,5 %	
Biens de consomm. de base	MAR	4,1 %	4,0 %	
Énergie	MAR	18,8 %	19,0 %	Essentiellement, nous voulons surpondérer les sociétés à grande valeur qui génèrent de solides flux de trésorerie, mais celles-ci tendent à sous-performer au sortir d'une récession et le risque de plafonnement des prix du pétrole est élevé. Nous continuons de favoriser les actions de haute qualité à grande capitalisation du secteur de l'énergie qui dégagent de solides flux de trésorerie, plutôt que les titres de sociétés pétrolières à bêta élevé.
Finance	SP	31,0 %	32,5 %	Tout en maintenant fermement des positions dans ce secteur, nous préférons les sociétés ayant des bilans diversifiés et des plateformes plus solides aux États-Unis, et des attentes modestes – surtout du côté des banques. De plus, les compagnies d'assurance offrent une solide valeur relative, même comparativement aux autres sociétés du secteur de la finance, et pourraient faire meilleure figure que l'ensemble du secteur à court terme.
Santé	SSP	0,4 %	0 %	Nous préférons les États-Unis pour la diversité. Devenu le secteur le plus cher du TSX; les bénéfiques répondent difficilement aux attentes. Nous privilégions les sociétés ferroviaires ainsi que certains fabricants et sociétés de gestion des déchets – en particulier ceux qui dépendent de l'économie américaine.
Industrie	MAR	13,2 %	13,0 %	
Technologies de l'information	MAR	5,4 %	5,5 %	La dynamique fondamentale est indéniable, mais le rythme d'évolution du rendement est en train de changer; nous sommes très sélectifs.
Matériaux	SP	11,7 %	12,5 %	Nous demeurons légèrement surpondérés dans le secteur des matériaux, mais en privilégiant désormais l'or et en délaissant les métaux de base et les sociétés présentant une grande efficacité opérationnelle et générant d'abondants flux de trésorerie.
Immobilier	MAR	2,5 %	2,5 %	Bénéfices plus élevés que prévu; de plus, nos recherches montrent que l'immobilier est moins sensible aux taux d'intérêt que d'autres secteurs à rendement élevé, particulièrement depuis 2002.
Serv. d'util. publique	SSP	4,4 %	2,5 %	La hausse des taux, une faible croissance interne et des ratios de distribution élevés représentent un défi.

Source : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux. Notation : SP = Surpondération; MAR = Pondération marché; SSP = Sous-pondération.

Changements sectoriels

- La notation du secteur des services de communications est augmentée de Pondération marché à Surpondération.
- La notation du secteur de la consommation discrétionnaire est diminuée à Pondération marché en raison du risque de contraction des bénéfices.
- La notation du secteur des soins de santé est diminuée de Sous-pondération à Pondération.

Figure 64 : Rendement sectoriel annuel de l'indice S&P/TSX

Année	SVCOM	COND	CONB	ENER	FINA	SANTÉ	IND	TINF	MATER	IMMO	SVUP	S&P/TSX
1990	-12,6 %	-25,1 %	-11,4 %	-10,5 %	-21,7 %	-21,3 %	-24,3 %	2,8 %	-19,3 %		-2,4 %	-18,0 %
1991	21,5 %	14,0 %	21,4 %	-19,0 %	21,1 %	61,5 %	-10,5 %	55,9 %	-3,6 %		1,3 %	7,8 %
1992	-11,2 %	-1,2 %	0,9 %	3,5 %	-11,9 %	-14,2 %	-11,1 %	20,0 %	-1,5 %		-4,4 %	-4,6 %
1993	16,4 %	21,0 %	4,0 %	33,1 %	27,8 %	5,6 %	27,6 %	18,6 %	56,8 %		19,1 %	29,0 %
1994	-1,8 %	-11,6 %	-1,8 %	-7,1 %	-6,1 %	13,4 %	3,0 %	-7,2 %	4,1 %		-9,6 %	-2,5 %
1995	2,7 %	0,6 %	19,4 %	15,2 %	14,1 %	62,3 %	13,7 %	34,0 %	7,6 %		6,3 %	11,9 %
1996	30,9 %	25,4 %	15,2 %	36,8 %	49,9 %	30,1 %	30,4 %	21,7 %	9,7 %		22,4 %	25,7 %
1997	39,2 %	28,4 %	16,2 %	3,1 %	49,8 %	-11,1 %	19,2 %	40,1 %	-26,2 %		38,2 %	13,0 %
1998	21,1 %	6,7 %	23,6 %	-30,4 %	0,6 %	-0,3 %	-11,2 %	7,6 %	-12,3 %		-4,0 %	-3,2 %
1999	85,0 %	-0,5 %	13,3 %	26,2 %	-13,0 %	13,1 %	4,1 %	188,8 %	12,4 %		-30,6 %	29,7 %
2000	22,5 %	9,5 %	38,1 %	46,3 %	45,6 %	3,8 %	28,2 %	-31,1 %	-8,9 %		42,6 %	6,2 %
2001	-29,6 %	1,7 %	27,4 %	6,1 %	1,3 %	15,2 %	5,5 %	-62,1 %	8,9 %		6,4 %	-13,9 %
2002	-21,9 %	-21,3 %	0,9 %	12,7 %	-5,0 %	-42,8 %	-31,3 %	-64,8 %	5,5 %		2,1 %	-14,0 %
2003	12,6 %	19,5 %	18,9 %	23,6 %	24,4 %	1,3 %	21,1 %	67,0 %	26,0 %		19,9 %	24,3 %
2004	8,2 %	8,3 %	9,3 %	28,7 %	16,5 %	-17,4 %	0,2 %	11,5 %	5,7 %	11,2 %	5,0 %	12,5 %
2005	9,7 %	8,6 %	-2,2 %	61,3 %	20,5 %	-3,5 %	16,5 %	-15,8 %	13,9 %	20,0 %	33,1 %	21,9 %
2006	16,4 %	13,2 %	3,9 %	3,2 %	15,9 %	-0,7 %	12,7 %	27,3 %	38,0 %	23,5 %	2,1 %	14,5 %
2007	16,2 %	1,8 %	-6,8 %	5,0 %	-4,6 %	-27,1 %	8,6 %	48,1 %	29,1 %	-11,6 %	6,9 %	7,2 %
2008	-27,4 %	-37,5 %	-7,8 %	-36,3 %	-39,0 %	-34,4 %	-26,9 %	-54,3 %	-27,1 %	-45,2 %	-24,0 %	-35,0 %
2009	0,7 %	11,1 %	6,1 %	35,0 %	38,3 %	28,6 %	23,7 %	44,3 %	33,4 %	35,0 %	12,7 %	30,7 %
2010	16,2 %	21,8 %	8,3 %	10,0 %	6,3 %	50,3 %	14,4 %	-11,6 %	35,8 %	26,4 %	12,6 %	14,4 %
2011	19,0 %	-17,9 %	4,8 %	-12,3 %	-6,6 %	49,6 %	2,0 %	-52,6 %	-21,8 %	1,1 %	1,6 %	-11,1 %
2012	6,4 %	18,7 %	20,4 %	-3,6 %	12,8 %	24,1 %	12,7 %	-3,2 %	-6,9 %	16,2 %	-0,8 %	4,0 %
2013	8,1 %	39,5 %	21,4 %	9,9 %	19,1 %	71,7 %	34,9 %	36,2 %	-30,6 %	0,5 %	-8,6 %	9,6 %
2014	10,5 %	26,4 %	46,9 %	-7,8 %	9,8 %	30,2 %	20,0 %	34,0 %	-4,5 %	18,0 %	11,3 %	7,4 %
2015	-1,0 %	-3,5 %	11,0 %	-25,7 %	-5,5 %	-15,8 %	-12,5 %	14,8 %	-22,8 %	3,1 %	-7,8 %	-11,1 %
2016	9,9 %	8,2 %	6,1 %	31,2 %	19,3 %	-78,6 %	20,7 %	4,4 %	39,0 %	4,1 %	12,7 %	17,5 %
2017	9,9 %	20,4 %	6,4 %	-10,0 %	9,4 %	32,7 %	17,9 %	16,2 %	6,3 %	5,8 %	6,2 %	6,0 %
2018	-5,3 %	-17,7 %	0,6 %	-21,5 %	-12,6 %	-16,6 %	-3,9 %	12,5 %	-10,6 %	-2,8 %	-13,4 %	-11,6 %
2019	8,2 %	13,1 %	12,8 %	16,2 %	16,9 %	-11,4 %	23,6 %	63,5 %	22,1 %	17,4 %	31,6 %	19,1 %
2020	-8,3 %	14,4 %	2,8 %	-30,8 %	-2,9 %	-23,6 %	15,3 %	80,3 %	19,5 %	-13,0 %	10,6 %	2,2 %
2021	19,1 %	16,3 %	20,6 %	41,8 %	31,6 %	-20,1 %	15,1 %	18,3 %	2,3 %	33,1 %	7,5 %	21,7 %
2022	-3,0 %	-4,8 %	9,9 %	34,9 %	-7,0 %	-55,5 %	5,0 %	-51,3 %	0,3 %	-21,2 %	-9,2 %	-4,7 %

Les fiducies de placement immobilier sont utilisées comme substitut au secteur immobilier, qui a été officiellement créé en septembre 2016.
Sources : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, FactSet. Rendement calculé jusqu'au 28 nov. 2022.

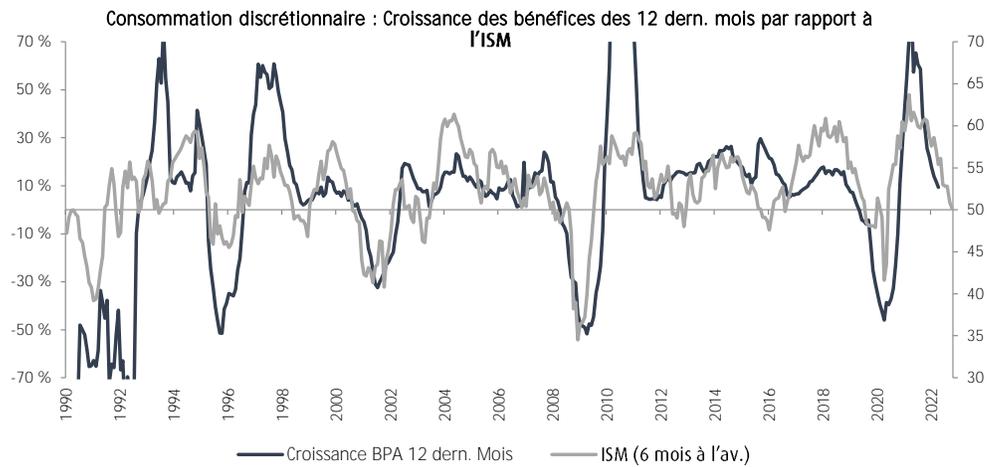
Secteurs

La notation du secteur de la consommation discrétionnaire est diminuée de Surpondération à Pondération marché

Bien que soyons toujours d’avis que le secteur de la consommation discrétionnaire offre beaucoup de points de stabilité clés, dont une solide croissance des dividendes, de solides rachats et de solides statistiques de rentabilité, nous estimons que l’année 2023 devrait être plus difficile pour les consommateurs canadiens et américains. Bien que la normalisation de la croissance des bénéfices à un faible pourcentage à un chiffre pour l’ensemble du marché et du secteur constitue le scénario de base, compte tenu des pressions des taux d’intérêt et des risques de récession, nous considérons maintenant que le risque d’une contraction des bénéfices en 2023 est élevé. C’est pourquoi nous diminuons la notation de la consommation discrétionnaire à Pondération marché et croyons que les investisseurs devraient privilégier des sociétés générant de solides flux de trésorerie et des revenus stables.

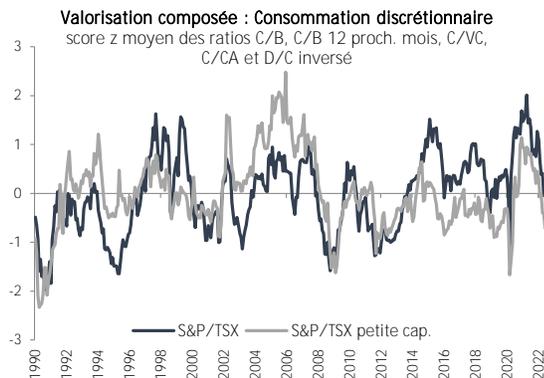
- L’indice des directeurs d’achat aux États-Unis est un solide indicateur avancé de la croissance des bénéfices du secteur de la consommation discrétionnaire, et il décelère de façon marquée depuis quelques mois. Le risque d’une contraction des bénéfices en 2023 est assurément élevé et constitue le risque principal en 2023.
- Les valorisations sont stables et proches de la moyenne à long terme. Cependant, les valorisations des actions plus volatiles à petite capitalisation du secteur de la consommation discrétionnaire intègrent une éventuelle contraction des bénéfices.
- La croissance attendue est stable et devra probablement être révisée à la baisse en cas de récession.

Figure 65 : 2023 présente d’importants défis de croissance pour le secteur



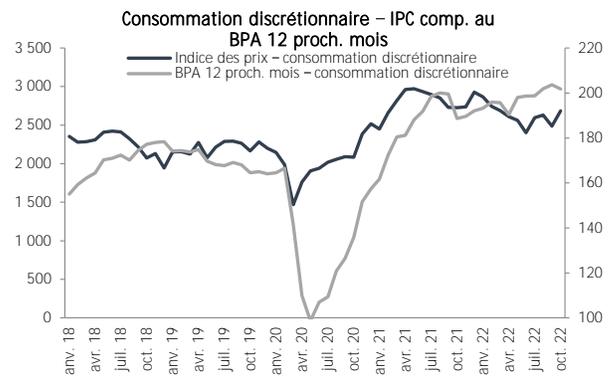
Sources : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, FactSet, Haver, ISM.

Figure 66 : Les valorisations sont raisonnables, tandis que les actions à petite capitalisation de la consommation discrétionnaire intègrent une contraction des bénéfices.



Source : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, FactSet, IBES.

Figure 67 : Le BPA des 12 prochains mois est stable, mais pourrait être révisé à la baisse en 2023



Source : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, FactSet, IBES.

Opinions en matière de taille au Canada

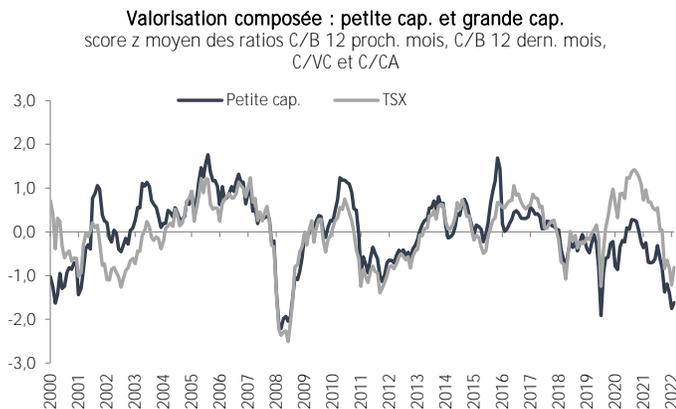
Figure 68 : Opinions en matière de taille au Canada

Secteur	Opinion	Remarques
Forte cap.	SP	Les actions à grande capitalisation se négocient avec une forte décote par rapport aux valorisations passées, tandis que les bénéfices et la rentabilité sont relativement solides et stables. Les investisseurs doivent assurément être sélectifs en se concentrant sur la croissance à un prix raisonnable.
Faible cap.	MAR	Bien que les actions à petite capitalisation se négocient également avec une forte décote par rapport aux valorisations passées et avec une décote modérée par rapport aux actions à grande capitalisation, l'univers des actions à petite capitalisation a généralement des difficultés à accroître ses bénéfices comparativement aux actions à grande capitalisation.

Légende : SP : Surperformance, MAR : Pondération marché, SSP : Sous-pondération; source : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux.

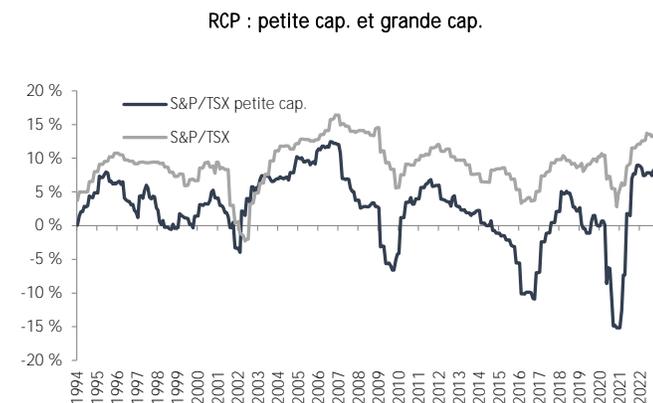
Conclusion : Bien que les actions canadiennes à petite capitalisation affichent une décote presque record par rapport aux valorisations passées, cet avantage par rapport aux actions à grande capitalisation s'est rétréci, car les sociétés à petite capitalisation ont des difficultés à accroître leurs bénéfices au même rythme que les sociétés à grande capitalisation. Selon nous, l'univers des actions à petite capitalisation comporte beaucoup plus de pièges de valeur que les actions à grande capitalisation et exige donc plus de prudence alors que nous abordons un environnement de bénéfices plus difficile en 2023. En effet, contrairement à l'univers des actions à grande capitalisation, la plupart des secteurs de l'univers des actions à faible capitalisation ont de la difficulté à enregistrer une croissance positive des bénéfices depuis 12 mois. Dans l'ensemble, nous préférons la stabilité et le potentiel de croissance des actions à grande capitalisation par rapport aux actions à petite capitalisation, surtout pour le premier semestre de 2023. Cependant, des occasions peuvent se présenter sur les deux marchés et les investisseurs doivent rester sélectifs en se concentrant sur la croissance à un prix raisonnable.

Figure 69 : Le Canada affiche généralement une décote élevée



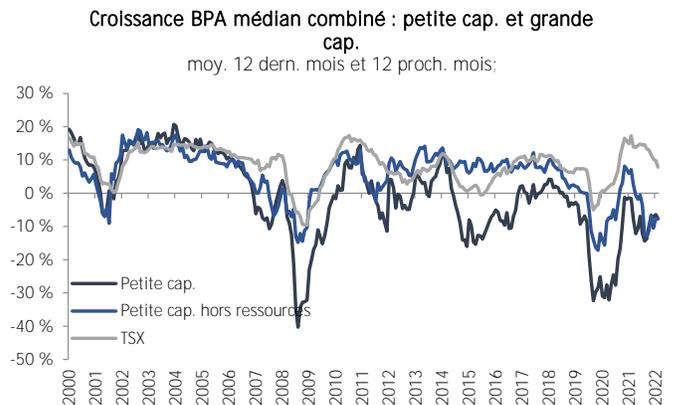
Source : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, FactSet, IBES.

Figure 71 : La rentabilité des sociétés à petite capitalisation a rebondi, malgré leurs difficultés à accroître leurs bénéfices = des occasions de qualité existent



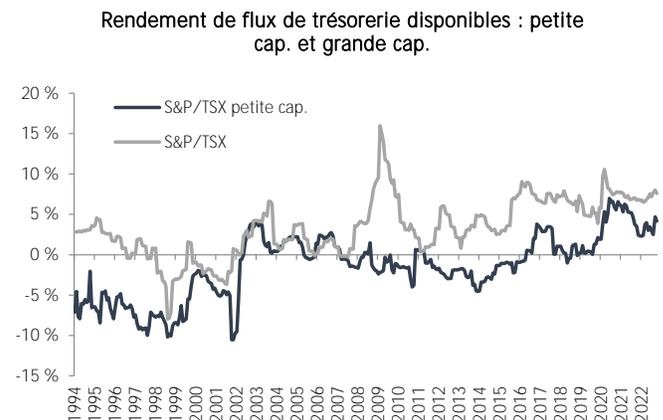
Sources : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, FactSet.

Figure 70 : Les sociétés à petite capitalisation ont de la difficulté à accroître leurs bénéfices



Sources : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, FactSet, IBES.

Figure 72 : Flux de tr sorierie solides = présence d'occasions de qualité



Sources : Groupe Stratégie de placement de BMO Marchés des capitaux, FactSet.

DÉCLARATIONS IMPORTANTES

Attestation de l'analyste

Je, Brian G. Belski, certifie par la présente que les opinions exprimées dans ce rapport sont le reflet fidèle de mon avis personnel concernant les titres ou les émetteurs cités. Je certifie par ailleurs que ma rémunération n'a été, n'est ou ne sera aucunement liée, directement ou indirectement, aux recommandations ou aux opinions exprimées dans ce rapport.

Les analystes qui ont préparé le présent document sont rémunérés en fonction (entre autres) de la rentabilité globale de BMO Marchés des capitaux et de ses sociétés affiliées, ce qui inclut la rentabilité globale des services bancaires d'investissement. La rémunération des analystes se fonde sur l'efficacité avec laquelle ces derniers trouvent de nouvelles idées et les communiquent aux clients, sur la qualité des recommandations, sur la précision des prévisions de bénéfices et sur le service à la clientèle.

Les analystes employés par BMO Nesbitt Burns Inc. ou BMO Capital Markets Ltd. ne sont pas des analystes de recherche inscrits en vertu des règles de la FINRA. Ces analystes ne sont pas nécessairement associés à BMO Capital Markets Corp. et, par conséquent, ne sont pas forcément assujettis aux règles 2241 et 2242 de la FINRA qui porte sur les restrictions en matière de communications avec une société couverte, d'apparitions publiques et de négociation de titres détenus dans le compte d'un analyste.

Information sur les sociétés

Vous trouverez des informations importantes sur les actions dont il est question dans le présent document à l'adresse

http://researchglobal.bmocapitalmarkets.com/Public/Company_Disclosure_Public.aspx.

Répartition des notes (au 29 novembre 2022)

Catégorie de note	Note de BMO	Titres couverts par BMOCM aux É.-U.*	Clients des SBI de BMOCM aux É.-U.**	Clients des SBI de BMOCM aux É.-U.***	Titres couverts par BMOCM****	Clients des SBI de BMOCM*****	Titres couverts par Starmine
Acheter	Surperformance	52,8 %	17,0 %	51,1 %	56,0 %	57,5 %	57,7 %
Conserver	Performance marché	45,4 %	18,1 %	46,6 %	42,5 %	40,7 %	37,5 %
Vendre	Sous-performance	1,8 %	22,2 %	2,3 %	1,4 %	1,8 %	4,8 %

* Reflète la répartition des notes de toutes les sociétés suivies par les analystes d'actions de BMO Capital Markets Corp.

** Reflète la répartition des notes de toutes les sociétés qui ont rémunéré BMO Capital Markets Corp. pour des services bancaires d'investissement, selon le pourcentage représenté dans chaque catégorie de note.

*** Reflète la répartition des notes de toutes les sociétés qui ont rémunéré BMO Capital Markets Corp. pour des services bancaires d'investissement, selon le pourcentage des clients des SBI.

**** Reflète la répartition des notes de toutes les sociétés suivies par les analystes d'actions de BMO Marchés des capitaux.

***** Reflète la répartition des notes de toutes les sociétés qui ont rémunéré BMO Marchés des capitaux pour des services bancaires d'investissement, en pourcentage des clients des SBI.

Système de notation (octobre 2016)

Nous utilisons le système de notation suivant :

SU = Surperformance – Devrait surclasser les titres couverts par l'analyste sur une base de rendement global;

PM = Performance marché – Devrait afficher un rendement conforme à celui des titres couverts par l'analyste sur une base de rendement global;

SO = Sous-performance – Devrait afficher un rendement inférieur à celui des titres couverts par l'analyste sur une base de rendement global;

(S) = Placement spéculatif;

Int. = Interruption – Le suivi et la rotation du titre ont été temporairement interrompus;

N. N. = Non noté – Titre actuellement non noté;

R = Restriction - La diffusion de la recherche fait l'objet d'une restriction.

La note Meilleur choix a été remplacée par les sept listes des 15 valeurs vedettes de BMO Marchés des capitaux, qui présentent aux investisseurs nos meilleures idées en fonction de différents objectifs (actions canadiennes à forte capitalisation, actions canadiennes à faible capitalisation, actions américaines à forte capitalisation, actions américaines à faible capitalisation, actions à revenu, actions canadiennes sélectionnées par analyse quantitative et actions américaines sélectionnées par analyse quantitative).

Anciens systèmes de notation de BMO Marchés des capitaux

(Avril 2013 – Octobre 2016)

http://researchglobal.bmocapitalmarkets.com/documents/2013/rating_key_2013_to_2016.pdf

(Janvier 2010 – Avril 2013)

http://researchglobal.bmocapitalmarkets.com/documents/2013/prior_rating_system.pdf

Autres informations importantes

Vous trouverez des informations importantes sur les actions dont il est question dans le présent rapport à l'adresse http://researchglobal.bmocapitalmarkets.com/Public/Company_Disclosure_Public.aspx. Vous pouvez également les obtenir en écrivant à l'adresse Editorial Department, BMO Capital Markets, 3 Times Square, New York, NY 10036 ou Service de la rédaction et de l'édition, BMO Marchés des capitaux, 1 First Canadian Place, Toronto (Ontario) M5X 1H3.

Accessibilité de la recherche

La recherche sur les actions de BMO Marchés des capitaux est disponible sur notre site Web (<https://research-ca.bmocapitalmarkets.com/Public/Secure/Login.aspx?ReturnUrl=/Member/Home/ResearchHome.aspx>). Les clients institutionnels peuvent recevoir notre recherche par l'intermédiaire de Thomson Reuters, de Bloomberg, de FactSet et de Capital IQ. Les rapports de recherche et autres commentaires doivent être distribués en même temps à l'interne et à l'externe à nos clients. Les travaux de recherche portant sur les producteurs de cannabis autorisés ne peuvent être remis qu'aux clients de BMO Nesbitt Burns, BMO Capital Markets Limited et BMO Capital Markets Corp. situés en Amérique du Nord, en Australie et dans les pays membres de l'UE, et ce, uniquement par courriel.

~ Les heures d'approbation et de distribution de nos recherches sont indiquées sur la couverture de chaque rapport. Les heures sont approximatives puisque les systèmes et les processus de distribution sont variés et changent selon les services de l'expéditeur et du destinataire. Sauf indication contraire, l'heure indiquée est l'heure de l'Est et lorsque deux heures sont indiquées, l'heure d'approbation précède l'heure de distribution.

BMO Marchés des capitaux peut utiliser des modèles exclusifs dans la préparation de ses rapports. Des renseignements importants sur ces modèles peuvent être obtenus en communiquant directement avec l'analyste de recherche. La fréquence des mises à jour de ce rapport n'est pas prévue.

Pour obtenir nos recommandations transmises pendant la précédente période de 12 mois, veuillez consulter la page : https://researchglobal.bmocapitalmarkets.com/Public/Company_Disclosure_Public.aspx

Déclaration générale

« BMO Marchés des capitaux » est une dénomination commerciale utilisée par le groupe Services d'investissement BMO, qui inclut les services de vente en gros de la Banque de Montréal et de ses filiales, BMO Nesbitt Burns Inc., BMO Capital Markets Ltd. au Royaume-Uni et BMO Capital Markets Corp. aux États-Unis. BMO Nesbitt Burns Inc., BMO Capital Markets Ltd. et BMO Capital Markets Corp. sont des sociétés affiliées. La Banque de Montréal ou ses filiales (« BMO Groupe financier ») offrent des services de prêt ou d'autres services rémunérés à de nombreuses sociétés couvertes par BMO Marchés des capitaux. Les opinions, estimations et projections contenues dans ce document ont été établies par BMO Marchés des capitaux à la date indiquée et sont sujettes à changement sans préavis. Tous les efforts sont faits pour assurer que le contenu du présent document est tiré de sources considérées comme fiables et que les données et les opinions sont complètes et précises. Cependant, BMO Marchés des capitaux ne peut donner aucune garantie, expresse ou implicite, à cet égard et ne peut être tenue responsable des erreurs ou omissions éventuelles, ni des pertes découlant de l'utilisation de ce document ou de son contenu. BMO Marchés des capitaux ou ses sociétés affiliées peuvent, en outre, disposer d'information n'y figurant pas. Les informations présentées dans ce rapport ne doivent pas servir de ressource principale pour prendre des décisions de placement et, chaque client ayant ses propres objectifs, ne doivent pas être considérées comme des conseils visant à répondre aux besoins de placement particuliers des investisseurs. Les renseignements fournis dans le présent document ne constituent pas des conseils en placement ou des conseils juridiques, fiscaux ou autres. Aucun placement ne devrait être effectué ni aucune décision prise en fonction de ces renseignements. En cas de doute au sujet du contenu du présent document, le lecteur est invité à demander conseil à un professionnel indépendant. Ce document n'est fourni qu'à titre d'information et ne constitue pas une offre de vente ni une sollicitation d'achat de titres. BMO Marchés des capitaux ou ses sociétés affiliées peuvent acheter de leurs clients ou leur vendre des titres d'émetteurs mentionnés dans le présent document à titre de contrepartiste. BMO Marchés des capitaux ou ses sociétés affiliées, administrateurs, dirigeants ou employés peuvent détenir des positions acheteur ou vendeur sur de nombreux titres dont il est question dans le présent document, sur des titres connexes ou sur des options, contrats à terme ou autres produits dérivés desdits titres. Le lecteur doit supposer que BMO Marchés des capitaux ou ses sociétés affiliées peuvent se trouver en situation de conflit d'intérêts et ne doit pas s'appuyer sur ce seul document pour évaluer s'il est pertinent de vendre ou d'acheter des titres des émetteurs mentionnés dans celui-ci.

Autres sujets

Le présent document s'adresse uniquement aux personnes ou entités situées dans les pays ou territoires où l'accès aux renseignements et leur utilisation ne sont pas contraires aux lois et règlements. Aucun organisme de réglementation n'a passé son contenu en revue. BMO Marchés des capitaux ne fait pas de déclarations selon lesquelles le présent document peut être distribué de manière légale, ou selon lesquelles les produits financiers peuvent être offerts ou négociés de manière légale, conformément aux exigences réglementaires en vigueur dans d'autres territoires ou en vertu d'une dispense qu'elles contiennent.

Aux résidents de l'Australie : BMO Capital Markets Limited est dispensée de l'exigence d'obtenir un permis pour la prestation de services financiers en Australie en vertu de la Corporations Act et est réglementée par la Financial Conduct Authority du Royaume-Uni en vertu des lois du Royaume-Uni, qui diffèrent des lois australiennes. Le présent document est réservé aux clients professionnels et aux contreparties admissibles, comme indiqué à l'annexe II de la directive MIF II.

Aux résidents du Canada : BMO Nesbitt Burns Inc. fournit ce document aux résidents du Canada et endosse la responsabilité de son contenu, sous réserve des conditions énoncées ci-dessus. Tout résident du Canada désirant effectuer une opération sur les titres mentionnés dans ce document doit le faire par l'intermédiaire de BMO Nesbitt Burns Inc.

Le paragraphe qui suit s'applique si les présents travaux de recherche ont été préparés en totalité ou en partie par Andrew Breichmanas, Colin Hamilton, Alexander Pearce, David Round ou Edward Sterck. Les présents travaux de recherche ne sont pas préparés en fonction des critères de divulgation de la recherche canadienne. Ils sont préparés par BMO Capital Markets Ltd.; ils sont donc assujettis à la réglementation de la Financial Conduct Authority (FCA) du Royaume-Uni. La réglementation de la FCA exige qu'une entreprise fournissant des travaux de recherche divulgue sa participation dans l'émetteur qui fait l'objet de la recherche si elle-même et ses sociétés affiliées détiennent 5 % ou plus des capitaux propres de ce dernier. La réglementation canadienne exige qu'une entreprise fournissant des travaux de recherche divulgue sa participation dans l'émetteur qui fait l'objet de la recherche si elle-même et ses sociétés affiliées détiennent 1 % ou plus des capitaux propres de ce dernier. Par conséquent, BMO Capital Markets Ltd. divulguera uniquement sa propre participation et celle de ses sociétés affiliées dans l'émetteur qui fait l'objet de la recherche si cette participation dépasse 5 % des capitaux propres de ce dernier.

Aux résidents des pays membres de l'UE : Dans un pays membre de l'UE, le présent document est publié et distribué par BMO Capital Markets Limited, autorisée et réglementée au Royaume-Uni et exerçant ses activités dans toute l'Union européenne en vertu des modalités du passeport européen. Le présent document est réservé aux clients professionnels et aux contreparties admissibles, comme indiqué à l'annexe II de la Directive sur les marchés d'instruments financiers 2014/65/UE (« directive MIF »).

Singapour : La présente déclaration s'applique uniquement aux rapports de recherche distribués par la succursale de Singapour de l'unité de banque privée de la Banque de Montréal (« BMO SG »), conseiller financier dispensé aux termes de la Financial Advisers Act (Cap. 110) de Singapour (« FAA »). Le présent rapport de recherche a été préparé par BMO Marchés des capitaux et distribué par BMO SG en vertu d'une entente visée par le règlement 32C des Financial Advisers Regulations de Singapour. Ce rapport de recherche est distribué par BMO SG uniquement aux personnes admissibles à titre d'investisseurs qualifiés au sens de la FAA, et n'est pas destiné ni ne peut être transmis au grand public. Le présent rapport et les renseignements qu'il contient ne peuvent être divulgués à quiconque. Si vous n'êtes pas un investisseur qualifié, veuillez vous abstenir d'utiliser le présent rapport. BMO SG décline toute responsabilité légale quant au contenu du rapport. Les destinataires sont invités à communiquer avec BMO SG au 65-6535 2323 pour toute question découlant du présent rapport ou liée à celui-ci.

Aux résidents des États-Unis : BMO Capital Markets Corp. fournit ce document aux résidents des États-Unis et endosse la responsabilité de son contenu, sauf en ce qui concerne les titres de la Banque de Montréal. Tout résident des États-Unis désirant effectuer une opération sur les titres mentionnés dans ce document doit le faire par l'intermédiaire de BMO Capital Markets Corp.

Aux résidents du Royaume-Uni : Au Royaume-Uni, ce document est publié par BMO Capital Markets Ltd., autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority. Le contenu de ce rapport est uniquement destiné à l'usage (I) des personnes ayant une expérience professionnelle en matière de placements comme il est indiqué à l'article 19(5) du Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (l'« Order ») ou (II) des entités fortunées mentionnées aux alinéas 49(2) (a) à (d) de l'Order (toutes les personnes appelées collectivement « personnes admissibles »), et ne peut être publié ou remis qu'à celles-ci. Le contenu de ce rapport n'est pas destiné à l'usage des particuliers, et ne peut être publié ou remis à ceux-ci.

Il est strictement interdit de reproduire, de distribuer, de transmettre ou de publier le présent document sans l'autorisation préalable écrite de BMO Marchés des capitaux.

[Cliquer ici](#) pour consulter la mention concernant les références aux données du fournisseur dans un document de recherche de BMO Marchés des capitaux.

RENSEIGNEMENTS SUPPLÉMENTAIRES DISPONIBLES SUR DEMANDE

BMO Groupe financier (NYSE, TSX : BMO) est un fournisseur intégré de services financiers qui offre tout un éventail de produits dans les domaines des services bancaires aux particuliers, de la gestion de patrimoine, des services de banque d'affaires et des services bancaires aux sociétés. Au Canada, BMO sert les particuliers par l'intermédiaire de BMO Banque de Montréal et de BMO Nesbitt Burns. Aux États-Unis, elle sert les particuliers et les entreprises par l'intermédiaire de BMO Harris Bank N.A. (membre de la FDIC). Les services de banque d'affaires et les services bancaires aux sociétés sont fournis au Canada et aux États-Unis par l'intermédiaire de BMO Marchés des capitaux.

BMO Marchés des capitaux est un nom commercial utilisé par BMO Groupe financier pour les services de vente en gros de la Banque de Montréal, de BMO Harris Bank N.A. (membre de la FDIC), de BMO Ireland Plc et de Bank of Montreal (China) Co. Ltd. et les services de courtage auprès des clients institutionnels de BMO Capital Markets Corp. (membre de la FINRA et de la SIPC) aux États-Unis, de BMO Nesbitt Burns Inc. (membre du Fonds canadien de protection des épargnants) au Canada, en Europe et en Asie, de BMO Capital Markets Limited en Europe et en Australie et de BMO Advisors Private Limited en Inde.

^{MD} Marque de commerce déposée de la Banque de Montréal aux États-Unis, au Canada et partout ailleurs.

^{MC} Marque de commerce de la Banque de Montréal.

© BMO CAPITAL MARKETS CORP., 2022.

Membre de BMO  Groupe financier

Directeur de la recherche mondiale
Bert Powell, CFA 416-359-5301

Stratégie - Diversité et talent
Alison Gilbert 416-618-8293

Chef de la Gestion de produits - États-Unis
Penn Egbert 929-599-7583

Chef de l'exploitation
Monica Shin 416-359-4894

Chef de la Gestion de produits - Canada/R.-U.
Camilla Sutton, CFA 437-332-2248

Rédacteur en chef
Daniel O'Keefe 347-979-6165

ÉNERGIE

Pétrole et gaz - Intégrée
Randy Ollenberger 403-515-1502
Phillip Jungwirth, CFA 303-436-1127

Pétrole et gaz - Exploration et production
Phillip Jungwirth, CFA 303-436-1127
Mike Murphy, géoscientifique 403-515-1540
Christopher Smerek 403-515-1506

Pétrole et gaz - Services dans le secteur pétrolier
Phillip Jungwirth, CFA 303-436-1127
John Gibson, CFA 403-515-1527

Pétrole et gaz - Spécialiste du marché
Jared Dziuba, CFA 403-515-3672

Transition énergétique
Ameet Thakkar 713-546-9741
Robin Fiedler, CFA 416-359-5277

Innovation carbone
Rachal Walsh 403-515-1517

MATÉRIAUX

Stratégie - Produits de base
Colin Hamilton +44 (0)20 7664 8172

Mines et métaux communs
Rene Cartier, CPA, CA, CBV, CFA 416-359-5011
David Gagliano, CFA 212-885-4013
Katja Jancic, CFA 212-883-5109
Alexander Pearce +44 (0)20 7246 5435
Jackie Przybylowski, ing., CFA 416-359-6388

Métaux et minerais précieux
Andrew Mikitchook, ing., CFA 416-359-5782
Brian Quast, ing., JD 416-359-6824
Raj Ray, CFA, B.ing. +44 (0)20 7246 5430
Ryan Thompson, CFA 416-359-6814

Produits chimiques et engrais
Joel Jackson, ing., CFA 416-359-4250

Produits chimiques américains
John McNulty, CFA 212-885-4031

Emballage et produits forestiers
Mark Wilde, Ph.D. 212-883-5102

Produits pour l'industrie du bâtiment
Ketan Mamtara 212-883-5121

INDUSTRIE

Transports et industrie aérospatiale
Fadi Chamoun, CFA 416-359-6775

Produits industriels diversifiés
Devin Dodge, CFA 416-359-6774

Machines
John Joyner, CFA 212-885-4092

Services aux entreprises et éducation
Jeffrey M. Silber 212-885-4063

Services environnementaux
Devin Dodge, CFA 416-359-6774

CONSOMMATION DISCRÉTIONNAIRE

Distribution et consommation
Peter Sklar, CPA, CA 416-359-5188

Commerce de détail et services
Simeon Siegel, CFA 212-885-4077
Daniel Stroller 212-885-4170

Cannabis
Tamy Chen, CFA 416-359-5501

Restaurants
Andrew Strelzik 212-885-4015

Jouets et loisirs
Gerrick L. Johnson 212-883-5192

Pièces détachées automobiles
Tamy Chen, CFA 416-359-5501

Services éducatifs
Jeffrey M. Silber 212-885-4063

Situations particulières
Stephen MacLeod, CFA 416-359-8069

BIENS DE CONSOMMATION DE BASE

Distribution alimentaire
Kelly Bania 212-885-4162

Produits alimentaires et agricoles
Kenneth B. Zaslav, CFA 212-885-4017

SANTÉ

Produits biopharmaceutiques
Evan David seigerman 212-444-4328
Gary Nachman 212-883-5113

Biotechnologie
Evan David seigerman 212-444-4328
Etzer Darout, Ph.D. 617-960-2363
Kostas Biliouris, Ph.D. 347-504-4987

FINANCE

Banques canadiennes et gestionnaires d'actifs
Sohrab Movahedi 416-359-7157

Services financiers américains
James Fotheringham 212-885-4180

Assurance/serv. financiers diversifiés (Canada)
Tom MacKinnon, FSA, FClA 416-359-4629

Services financiers diversifiés (Canada)
Étienne Ricard, CFA 416-359-5296

IMMOBILIER

FPI (Canada)
Jenny Ma, CFA 416-359-4955
Michael Markidis, CFA 416-917-5035

FPI (US)
John P. Kim 212-885-4115
Juan C. Sanabria 312-845-4074
Ari Klein 212-885-4103

TECHNOLOGIES DE L'INFORMATION

Matériel et services de TI
Keith Bachman, CFA 212-885-4010

Logiciels
Daniel Jester 415-354-7520

Technologie
Thanos Moschopoulos, CFA 416-359-5428
Deepak Kaushal, P.Eng., CFA 416-359-5617

Semi-conducteurs
Ambrish Srivastava, Ph.D. 415-591-2116

Télécomm., médias et câblodistribution
Tim Casey, CFA 416-359-4860

SERVICES D'UTILITÉ PUBLIQUE

Électricité et prod. d'énergie indépendants
Ben Pham, CFA 416-359-4061

Pipelines et sociétés en commandite cotées en Bourse (États-Unis)
James M. Thalacker 212-885-4007

MACRO

Stratégie de placement
Brian G. Belski 212-885-4151
416-359-5761

Stratégie ESG
Doug A. Morrow 416-359-5463

Études économiques
Douglas Porter, CFA 416-359-4887
Michael Gregory, CFA 312-845-5025
416-359-4747

Analyse quantitative et technique
Jin Li 416-359-7689
David Cheng 416-359-7383

Fonds négociés en bourse
Jin Li 416-359-7689
David Cheng 416-359-7383