

# Gestion de portefeuilles

Juillet 2022

## Stratégie d'actions et de titres à revenu fixe

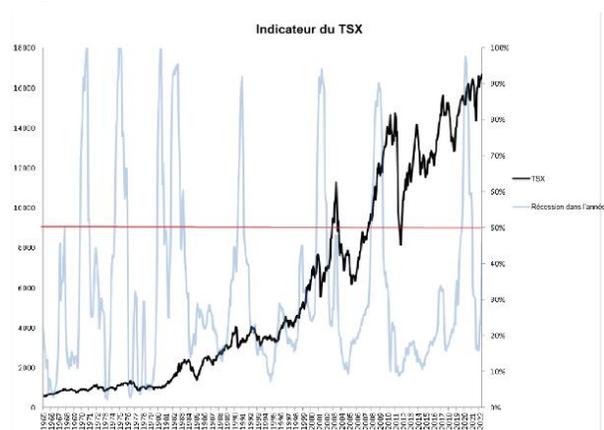
### La récession n'est pas (encore) inévitable

Stéphane Rochon, CFA, spécialiste en stratégie - Actions; Richard Belley, CFA, spécialiste en stratégie - Titres à revenu fixe; Eric Yoo, associé

Ce mois-ci, nous avons donné à notre rapport stratégique le titre le plus optimiste que nous pouvions trouver, et la barre n'était pas haute. L'Amérique du Nord n'entrera pas forcément en récession — malgré ce que voudraient vous faire croire les commentateurs de CNBC — mais le risque qu'elle y tombe n'est pas insignifiant non plus. Pour quantifier ce risque, quoique de façon très approximative, mentionnons que la probabilité de récession aux États-Unis d'ici 12 mois (qui est aussi un bon indicateur pour le Canada) atteint désormais 45 % d'après notre modèle à sept variables<sup>1</sup>, ce qui situe pratiquement les chances à 50-50.

Cette prévision coïncide avec celle de l'excellente équipe des Études économiques de BMO, ce qui nous place en bonne compagnie. Le risque de récession en Amérique du Nord était d'environ 30 % il y a quelques mois à peine. La tendance s'est donc nettement détériorée, du fait du durcissement marqué de la politique des banques centrales et du ralentissement de la croissance qui ressort des données manufacturières réelles. N'oublions pas qu'à l'exception des secteurs du logement et de l'automobile qui réagissent rapidement à la hausse des taux d'intérêt, l'économie réelle met 12 mois ou plus à se ressentir du resserrement de la politique monétaire. Il faudra donc attendre pour savoir à quel point cette politique restrictive va réussir à maîtriser le démon de l'inflation qui hante la plupart des économies.

**Figure 1 : Probabilité de récession dans les 12 mois (en bleu) par rapport au TSX (en noir)**



Sources : Stratégie de BMO Gestion de patrimoine, Bloomberg, Factset

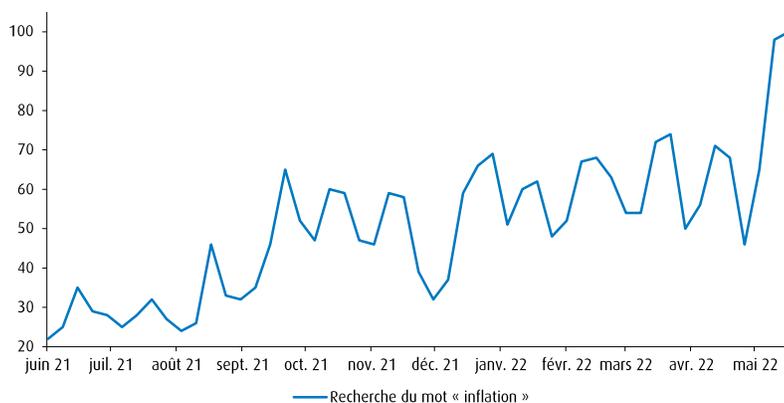
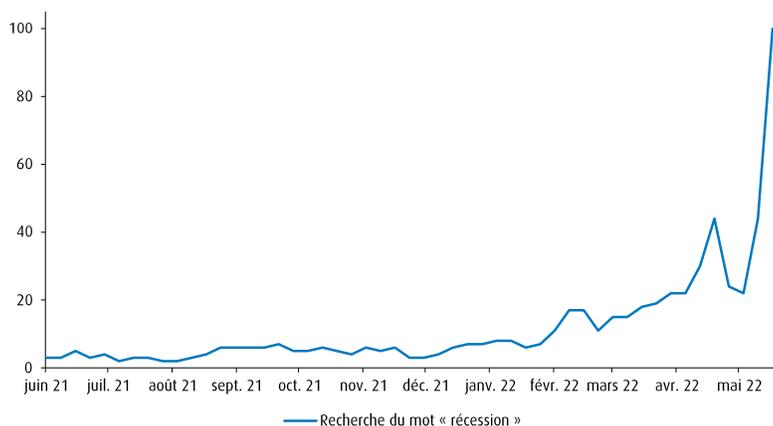
<sup>1</sup> Notre modèle a une excellente feuille de route. L'algorithme aurait lancé une mise en garde importante à l'égard de toutes les récessions imminentes aux États-Unis (et de la majorité des récessions au Canada) depuis 1950, généralement avec une longueur d'avance de deux ou trois trimestres. Ceci a son importance, puisque le marché est un indicateur avancé qui escompte l'embellie et la détérioration des cycles économiques.

**Figure 2 : Répartition de l'actif recommandée du Comité de stratégie de placement de BMO Nesbitt Burns**

	Revenu		Équilibré		Croissance		Croissance dynamique	
	Répartition recomm.	Pondér. de référence						
Liquidités	10	5	10	5	10	5	5	5
Titres à revenu fixe	65	70	35	45	15	25	0	0
Actions	25	25	55	50	75	70	95	95
Canadiennes	20	15	30	25	40	35	45	40
Américaines	5	5	20	15	20	20	30	30
EAE0*	0	5	0	5	5	10	10	15
Marchés émergents	0	0	5	5	10	5	10	10

Source : Comité de stratégie de placement BMO pour les particuliers

On observe par ailleurs que l'inflation et la récession préoccupent désormais le grand public autant que les professionnels de la finance, comme le montrent les recherches de mots-clés dans Google au Canada :

**Figure 3 : Tendances de recherche des mots-clés « récession » et « inflation » dans Google au Canada**

Source : Google

Comme l'écrivait récemment Doug Porter, économiste en chef de BMO, « presque personne ne semble croire à un atterrissage en douceur de l'économie dans le contexte actuel de lutte contre l'inflation — ni le président Powell, ni votre chauffeur Uber, ni Cardi B, ni la majorité des Canadiens. Ces jours-ci, chacun exprime à sa manière l'idée que l'expansion risque d'être fortement compromise durant les mois qui viennent. Cette semaine, Jerome Powell a déclaré au Congrès qu'il serait « de plus en plus difficile » d'opérer un atterrissage en

douceur et « beaucoup plus difficile » de faire baisser l'inflation sans faire monter le chômage. Les marchés financiers intègrent cette augmentation des risques — cette semaine, les taux obligataires et les prix des produits de base cycliques se sont nettement repliés, après la dégelée subie par les actions la semaine dernière.

Devant les craintes grandissantes de récession, les marchés ont sérieusement réexaminé leurs prévisions à l'égard des taux des banques centrales, qui sont redescendues des niveaux extrêmes atteints il y a un peu plus d'une semaine. Par exemple, après avoir frôlé 3,5 % à deux reprises la semaine dernière, les taux des obligations du Trésor ont rebaisé dans toute la fourchette des échéances, le taux des titres à deux ans chutant même temporairement sous les 3 % à un certain moment. Il semble entendu que la Fed haussera ses taux de 75 pb à sa réunion fin juillet, mais la suite des choses est moins claire. Selon la projection médiane du dernier graphique à points, les taux devraient encore être relevés de 175 pb au deuxième semestre de 2022 (précisément ce que nous prévoyons) puis de 50 pb en 2023 (nous disons zéro). Après avoir escompté une hausse de taux encore plus élevée que la prévision médiane de la Fed, les marchés se sont rangés à notre avis, estimant sans doute que l'économie ne pourrait pas supporter un resserrement beaucoup plus dur... »

Cependant, l'histoire des marchés a montré à maintes reprises que la généralisation de la crainte annonce souvent l'approche d'un moment propice aux achats, avec le bémol qu'il peut coûter très cher d'acheter au mauvais moment en période de baisse des cours, d'autant plus que la dernière phase de la liquidation peut s'accompagner de chutes brutales du prix des actifs. Nous estimons que le marché escompte déjà des risques considérables, mais nous recommandons encore de privilégier prudemment les actions « oligopolistiques » de bonne qualité qui offriront un excellent potentiel de hausse lors de la reprise qui finira INÉVITABLEMENT par arriver. Après tout, ce n'est qu'une question de temps.

Les tableaux ci-dessous illustrent les corrections subies par le S&P 500 et le TSX et leurs secteurs lors des récessions. On en retiendra que les marchés n'escomptent pas entièrement une récession à l'heure actuelle, mais que le risque de baisse est désormais limité si l'économie réussit à éviter une telle issue.

**Figure 4 : États-Unis - Baisse maximale du sommet au creux durant les marchés baissiers historiques par rapport à la baisse de 2022 par secteur**

	1990	2000	2008	2020	Moyenne des récessions	2022 AÇJ
Début	16 juil. 90	27 mars 00	11 oct. 07	19 févr. 20		4 janv. 22
Fin	11 oct. 90	9 oct. 02	6 mars 09	23 mars 20		Aujourd'hui
	Baisse max	Baisse max	Baisse max	Baisse max	Baisse max	Baisse max 2022
<b>S&amp;P500</b>	-19 %	-47 %	-55 %	-34 %	-39 %	-23 %
<b>Consomm. discrétionnaire</b>	-31 %	-43 %	-59 %	-32 %	-41 %	-36 %
<b>Énergie</b>	-12 %	-34 %	-54 %	-61 %	-40 %	-23 %
<b>Finance</b>	-38 %	-36 %	-83 %	-43 %	-50 %	-25 %
<b>Santé</b>	-16 %	-41 %	-39 %	-28 %	-31 %	-16 %
<b>Industrie</b>	-28 %	-45 %	-64 %	-42 %	-45 %	-20 %
<b>Matériaux</b>	-26 %	-37 %	-61 %	-37 %	-40 %	-18 %
<b>Immobilier</b>	S. O.	-26 %	-79 %	-39 %	-36 %	-24 %
<b>Consommation de base</b>	-17 %	-29 %	-33 %	-24 %	-26 %	-15 %
<b>Technologies</b>	-31 %	-82 %	-55 %	-31 %	-50 %	-30 %
<b>Services d'utilité publique</b>	-15 %	-62 %	-47 %	-36 %	-40 %	-16 %
<b>Services de commun.</b>	-25 %	-74 %	-48 %	-29 %	-44 %	-32 %

Sources : Bloomberg, BMO Gestion privée

Figure 5 : Canada - Baisse maximale du sommet au creux durant les marchés baissiers historiques par rapport à la baisse de 2022 par secteur

	1990	2000	2008	2020	Moyenne des récessions	2022 AÇ
Début	3 janv. 90	5 sept. 00	6 juin 08	21 févr. 20		5 avr. 22
Fin	17 oct. 90	10 oct. 02	6 mars 09	23 mars 20		Aujourd'hui
	Baisse max	Baisse max	Baisse max	Baisse max	Baisse max	Baisse max 2022
<b>TSX</b>	-25 %	-48 %	-48 %	-37 %	-40 %	-15 %
<b>Consomm. discrétionnaire</b>	-29 %	-40 %	-52 %	-48 %	-42 %	-21 %
<b>Énergie</b>	-16 %	-19 %	-58 %	-54 %	-37 %	-19 %
<b>Finance</b>	-30 %	-26 %	-57 %	-40 %	-38 %	-19 %
<b>Santé</b>	-25 %	-54 %	-51 %	-53 %	-46 %	-56 %
<b>Industrie</b>	-32 %	-48 %	-51 %	-31 %	-41 %	-17 %
<b>Matériaux</b>	-30 %	-28 %	-62 %	-29 %	-37 %	-26 %
<b>Immobilier</b>	-51 %	-15 %	-66 %	-48 %	-45 %	-24 %
<b>Consommation de base</b>	-21 %	-19 %	-29 %	-24 %	-23 %	-9 %
<b>Technologies</b>	-27 %	-96 %	-66 %	-30 %	-55 %	-54 %
<b>Services d'utilité publique</b>	-11 %	-15 %	-32 %	-38 %	-24 %	-10 %
<b>Services de commun.</b>	-23 %	-63 %	-42 %	-28 %	-39 %	-17 %

Sources : Bloomberg, BMO Gestion privée

### Le dollar canadien se renforcera (un jour)

Dans un rapport intéressant qu'elle vient de publier sur la vigueur du dollar US, notre équipe des opérations de change se montre optimiste à l'égard du dollar canadien (opinion que nous faisons nôtre). Essentiellement, elle explique que l'évolution récente du taux de change n'est pas attribuable à la faiblesse du huard, mais à la force du billet vert par rapport à toutes les grandes devises.

L'aversion pour le risque domine les marchés financiers depuis quelques mois. La volatilité financière, implicite et réalisée, a monté en flèche. Il en va de même du dollar américain. L'indice large du dollar US nominal de la Fed a grimpé d'environ 10 % en 12 mois, dont 5 % au deuxième trimestre. Si le billet vert continuait de monter au rythme du deuxième trimestre, l'indice large du dollar US réel de la Fed atteindrait un nouveau sommet du 21<sup>e</sup> siècle fin juillet.

Amorcée doucement dans la perspective des hausses de taux de la Fed, l'ascension du billet vert s'est accentuée sur fond d'aversion pour le risque alimentée par la crainte d'une récession mondiale. Cette crainte étant peu susceptible de se dissiper cet été, notre scénario de base prévoit que le billet vert va encore grimper de 3 % avant de plafonner vers le mois de septembre. Une fois atteint ce sommet suscité par la peur du risque, nous ne pensons pas que la devise va recommencer à monter sous l'effet de la politique monétaire, puisque les hausses de taux de la Fed semblent légèrement surestimées. La fin de ces hausses redonnera confiance aux marchés mondiaux, permettant au dollar US de se déprécier en 2023. Cette prévision est toutefois exceptionnellement incertaine. Il est en effet fort possible que le billet vert continue de monter au point de forcer les autorités mondiales à ressortir le manuel des accords du Plaza d'ici la fin de l'année.

Dollar canadien : À notre avis, le huard s'appuie sur les meilleurs fondamentaux du G10, qu'il s'agisse de croissance économique, de politique monétaire et budgétaire, de stabilité politique ou de balance extérieure. Nous jugeons que le dollar canadien occuperait le premier rang du G10 dans un marché des changes calme. Cette année, il doit toutefois se contenter de la deuxième place vu l'envolée du dollar américain. Cependant, quand le billet vert aura fini de monter, nous pensons que le taux de change s'inversera de façon assez prononcée et que le huard gagnera également du terrain sur les autres monnaies. Nous ne croyons pas que la Banque du Canada fera obstacle à cet ajustement.

## Les estimations de croissance des bénéfices des sociétés américaines s'inscrivent en baisse – sans grande surprise

Selon Factset, le nombre de sociétés du S&P 500 ayant publié des prévisions de BPA en baisse a augmenté par rapport aux derniers trimestres. Sur les 103 sociétés qui ont annoncé leurs perspectives de BPA pour le deuxième trimestre de 2022, 71 entendent un BPA à la baisse et 32 un BPA à la hausse. Il faut remonter au quatrième trimestre de 2019 pour trouver plus de sociétés (73) donnant de telles indications prospectives négatives. Le pourcentage des sociétés publiant des perspectives de BPA en baisse pour le deuxième trimestre de 2022 s'établit à 69 % (71 sur 103), soit davantage que la moyenne quinquennale de 60 % et la moyenne décennale de 67 %.

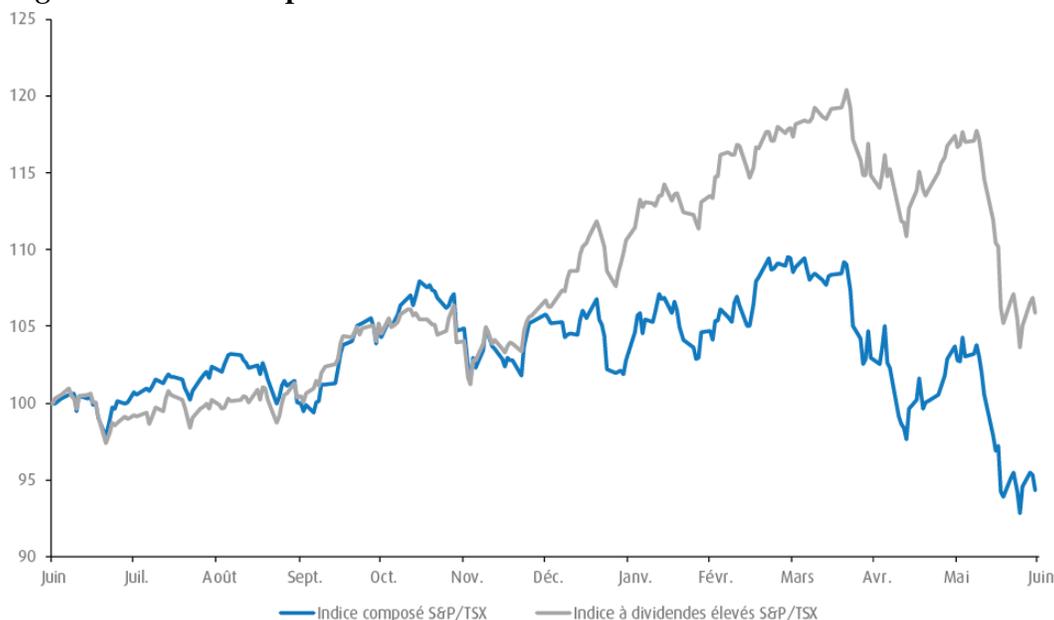
On prévoit que six des onze secteurs vont annoncer une croissance de leurs bénéfices sur un an, à commencer par l'énergie, l'industrie et les matériaux, tandis que cinq secteurs vont annoncer un recul de leurs bénéfices sur un an, à commencer par la finance.

Hélas, la tendance des bénéfices des sociétés restera sans doute baissière jusqu'au premier semestre de 2023 (moment d'un possible rebond de la dynamique économique), d'où l'importance de privilégier les titres des sociétés encore capables d'augmenter leurs bénéfices dans une certaine mesure peu importe la conjoncture macroéconomique. À l'heure actuelle, nous pensons aux meilleurs titres « défensifs » dans les biens de consommation de base, la santé et les services d'utilité publique, ainsi qu'à certains titres du secteur de l'énergie. Les investisseurs commençant à anticiper une reprise durant les prochains trimestres, notre analyste technique croit que les secteurs de l'industrie, de la consommation discrétionnaire et de la finance vont regagner leur faveur (plus de détails ci-dessous).

**Il ne s'agit plus de choisir entre croissance et valeur. Il faut privilégier les actions de qualité présentant une valorisation raisonnable.**

**Depuis un an, les actions canadiennes à dividendes élevés ont servi d'abri face à la tempête.**

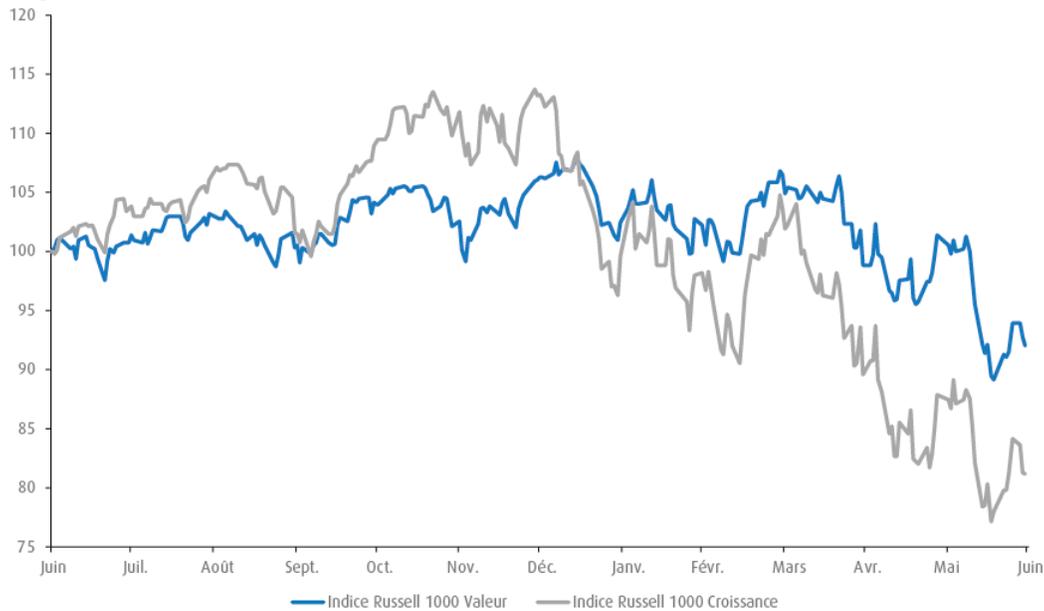
**Figure 6 : Indice composé S&P/TSX et indice à dividendes élevés S&P/TSX**



Source : Bloomberg

Le même phénomène s’observe aux États-Unis. Bien que le marché soit officiellement en territoire baissier, les actions de valeur ont beaucoup mieux tenu le coup que les actions de croissance.

Figure 7 : Russell 1000 Valeur et Russell 1000 Croissance (1 an)



Source : Bloomberg

Après avoir immensément surperformé depuis 2015, les actions de croissance américaines ont été très durement touchées. Nous pensons que leur surperformance est chose du passé, comme après l’éclatement de la bulle des technos en 2000/2001.

Figure 8 : Russell 1000 Valeur et Russell 1000 Croissance (10 ans)



Source : Bloomberg

Le marché obligataire est un excellent indicateur précurseur de la rotation sectorielle et de la performance des styles. En général, en faisant abstraction de la volatilité à court terme, les actions de croissance surperforment quand les taux d'intérêt sont à la baisse (parce qu'elles sont habituellement des actifs chers « à duration longue » qui tirent une grande partie de leur valeur des flux de trésorerie attendus à long terme) et quand les écarts des obligations de sociétés se creusent (parce que ces actions sont émises par des sociétés très peu endettées qui ne souffrent pas autant que les autres de la hausse des coûts d'emprunt).

À l'inverse, les actions de valeur affichent une meilleure tenue quand les taux montent (puisqu'il s'agit d'un signe de vigueur économique entraînant une forte croissance des bénéficiaires d'un plus grand nombre de secteurs et de sociétés) et quand les écarts des obligations de sociétés se resserrent.

Or, à l'heure actuelle, les taux d'intérêt montent ET les écarts des obligations de sociétés se creusent, de sorte que les actions de croissance pure (technologies) et de valeur pure risquent de ne pas retrouver la faveur des investisseurs pendant un certain temps.

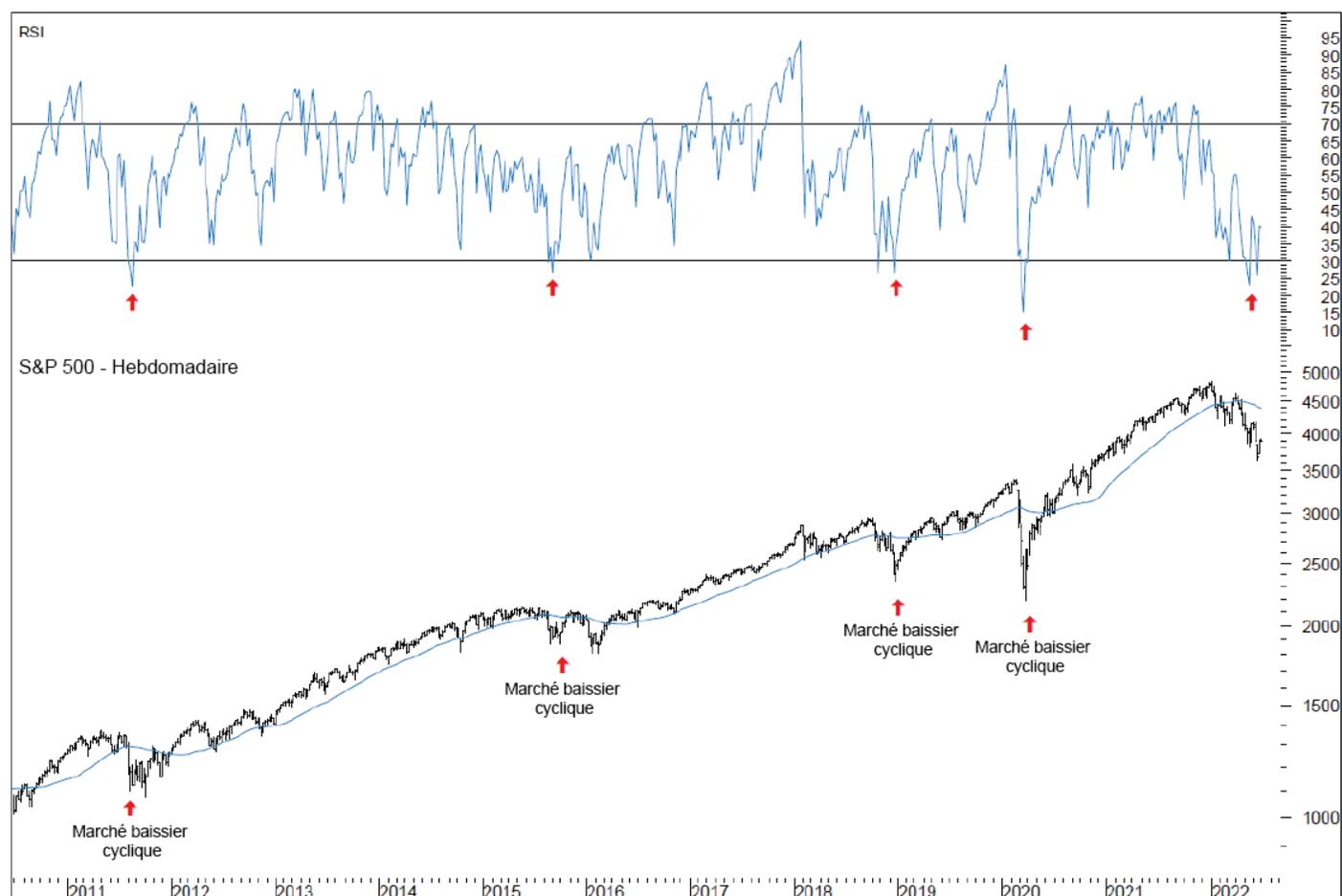
Ceci nous amène à nous tourner vers les actions de bonne qualité raisonnablement valorisées qui affichent encore une croissance des bénéficiaires malgré une conjoncture macroéconomique qui se détériore TOUT EN offrant une valorisation raisonnable et des dividendes intéressants. Plus précisément, nous avons établi la liste des actions notées Surperformance suivies par les analystes de BMO Marchés des capitaux qui ont affiché une croissance du BPA supérieure à 12 % durant les deux dernières années, se négocient à un ratio cours/bénéfice inférieur à 25 et offrent un ratio dividende/cours supérieur à 2,5 %. Nous résumons le résultat dans le tableau ci-dessous (en surlignant en jaune les titres que nous jugeons les plus intéressants). Notons que 13 des 31 titres appartiennent au secteur de l'énergie, que nous recommandons de longue date et que nous trouvons encore plutôt attrayant.

BMO Marchés des capitaux - Recherche sur les actions - Sélecteur de titres (27/06/2022)												
Société	Cap. boursière (mm)	Note	Clôture	Cours	Rendement global	BPA actuel	BPA suivant	C/B actuel	C/B suivant	Cr. BPA 2 ans	Rendement	Var. cours 1 an
Mines Agnico Eagle(AEM) AF- Déc 2020	22 430	SU	49,22	74	53,6 %	2,36	20,9	3,11	15,8	28,6 %	3,2 %	-21 %
Apollo Global Management(APO) AF- Déc 2021	28 689	SU	49,94	86	75,4 %	5,73	8,7	7,2	6,9	25,7 %	3,2 %	-16 %
ARC Resources(ARX) AF- Déc 2021	10 219	SU	15	23	56,5 %	2,54	5,9	3,81	3,9	73,9 %	3,2 %	50 %
Ares Management(ARES) AF- Déc 2021	17 382	SU	59,93	82	40,9 %	3,21	18,7	4,34	13,8	29,9 %	4,1 %	-1 %
Baker Hughes Company(BKR) AF- Déc 2021	29 187	SU	28,47	37	32,5 %	1,12	25,4	1,83	15,6	69,1 %	2,5 %	21 %
Broadcom(AVGO) AF- Oct 2021	207 851	SU	509,09	675	35,8 %	36,95	13,8	40,4	12,6	20,1 %	3,2 %	8 %
Canadian Natural Res.(CNQ) AF- Déc 2021	75 194	SU	65,14	95	50,5 %	12,79	5,1	11,43	5,7	35,2 %	4,6 %	45 %
Chemours(CC) AF- Déc 2021	4 907	SU	31,56	59	90,1 %	5,4	5,8	6,82	4,6	30,6 %	3,2 %	-11 %
Chevron Corp.(CVX) AF- Déc 2021	284 446	SU	144,77	190	35,2 %	21,27	6,8	20,24	7,2	57,9 %	3,9 %	35 %
CubeSmart(CUBE) AF- Déc 2020	9 463	SU	41,89	51	24,8 %	2,11	19,9	2,41	17,4	18,4 %	3,1 %	-11 %
Devon Energy(DVN) AF- Déc 2021	35 488	SU	53,77	80	55,5 %	9,85	5,5	10,59	5,1	73,5 %	6,7 %	81 %
EOG Resources(EOG) AF- Déc 2021	64 774	SU	110,59	145	33,8 %	18,19	6,1	18,21	6,1	45,4 %	2,7 %	28 %
Equity Residential(EQR) AF- Déc 2021	27 908	SU	71,82	88	25,5 %	3,53	20,4	3,85	18,6	13,5 %	3,0 %	-9 %
Innervex Renewable Energy(INE) AF- Déc 2021	3 641	SU	17,84	21	21,8 %	0,92	19,4	0,81	22	16,2 %	4,0 %	-17 %
International Paper(IP) AF- Déc 2021	16 060	SU	42,84	60	44,4 %	5,03	8,5	5,58	7,7	18,9 %	4,3 %	-30 %
Kraft Heinz Company(KHC) AF- Déc 2021	46 327	SU	37,85	46	25,8 %	2,69	14,1	2,78	13,6	83,0 %	4,2 %	-6 %
Lundin Mining(LUN) AF- Déc 2020	6 093	SU	8,28	16	97,6 %	1,04	6,2	0,97	6,6	76,9 %	4,3 %	-25 %
Aliments Maple Leaf(MFI) AF- Oct 2021	3 147	SU	25,2	36	46,0 %	1,35	18,7	2,24	11,2	47,5 %	3,2 %	-2 %
Marathon Petroleum Corporation(MPC) AF- Déc 2	46 352	SU	85,68	135	60,3 %	19,03	4,5	12,31	7	121,9 %	2,7 %	0 %
Paramount Resources(POU) AF- Déc 2021	4 110	SU	29,02	45	59,2 %	4,01	7,2	5,92	4,9	86,1 %	4,1 %	73 %
Parkland Corporation(PKI) AF- Déc 2021	5 146	SU	33,11	47	45,8 %	3,74	8,8	4,07	8,1	33,0 %	3,9 %	-15 %
Pfizer(PFE) AF- Déc 2021	289 466	SU	51,59	69	36,9 %	7,65	6,7	7,9	6,5	33,7 %	3,1 %	0 %
Phillips 66(PSX) AF- Déc 2021	40 508	SU	84,2	132	61,4 %	17,04	4,9	11,25	7,5	40,4 %	4,6 %	-6 %
Pioneer Natural Resources Company(PXD) AF- De	54 073	SU	223,48	310	46,5 %	11,8	18,9	36,94	6	323,5 %	7,8 %	36 %
PrairieSky Royalty(PSK) AF- Déc 2021	3 802	SU	15,92	23	47,5 %	1,44	11,1	1,24	12,8	50,1 %	3,0 %	2 %
Public Storage(PSA) AF- Déc 2021	55 150	SU	314,19	370	20,3 %	15,75	19,9	16,98	18,5	14,6 %	2,5 %	4 %
Saputo(SAP) AF- Mar 2022	11856	SU	28,44	39	39,7 %	1,41	20,2	1,8	15,8	24,6 %	2,5 %	-22 %
Suncor Énergie(SU) AF- Déc 2021	62 967	SU	44,55	63	45,6 %	10,63	4,2	9,94	4,5	97,0 %	4,2 %	45 %
TELUS(T) AF- Déc 2021	39 747	SU	28,89	37	32,6 %	1,2	24,1	1,4	20,6	14,4 %	4,6 %	5 %
UDR(UDR) AF- Déc 2021	22 987	SU	45,7	54	21,0 %	2,33	19,6	2,55	17,9	12,6 %	2,8 %	-8 %
WestRock(WRK) AF- Sep 2021	9 906	SU	38,87	62	62,1 %	5,06	7,7	5,87	6,6	31,8 %	2,6 %	-27 %

## Situation technique – Russ Visch

Depuis 80 ans, les marchés baissiers cycliques qui s'inscrivent dans des marchés haussiers séculaires du S&P 500 ont duré six mois en moyenne et entraîné un recul tout juste inférieur à 22 %. Or, en ce début de troisième trimestre, le S&P 500 est en territoire baissier depuis près de six mois et a reculé de 23 % entre son sommet du début de 2022 et son creux de la mi-juin. Nous nous trouvons donc assurément dans la « zone » où le marché pourrait toucher un plancher important incessamment. Plus significatif encore, tous nos indicateurs d'anticipation à moyen terme sont essentiellement parvenus au point qu'ils sont censés atteindre à la fin d'un marché baissier. Par exemple, les indicateurs de momentum hebdomadaires de tous les grands indices sont désormais à des niveaux nettement survendus, et certains le sont même encore plus qu'en mars 2020.

Figure 9 : Momentum à moyen terme du S&P 500



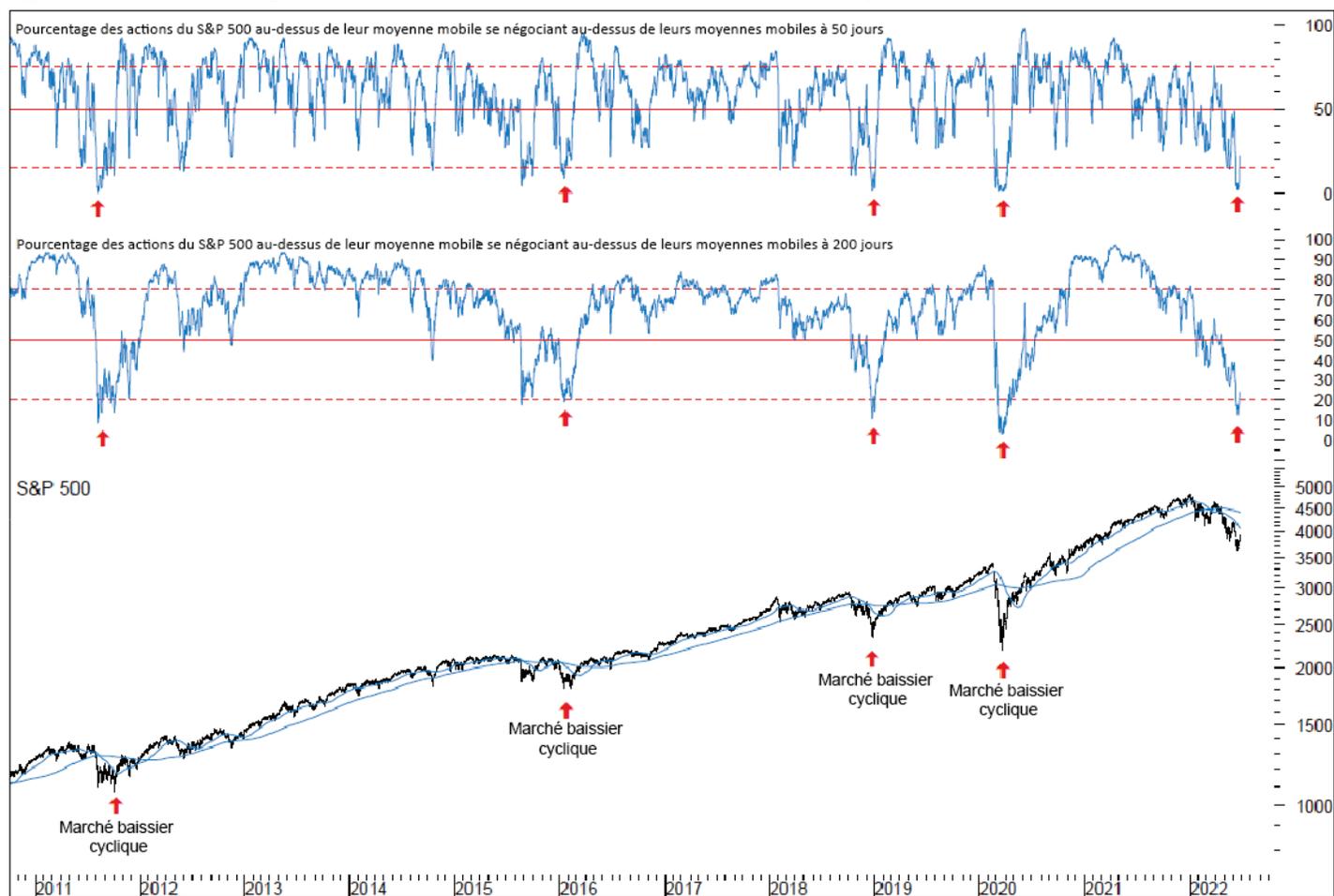
Analyse technique BMO Gestion de patrimoine - Russ Visch, CMT

Créé dans MetaStock

Source : Analyse technique BMO Nesbitt Burns

Ainsi, le S&P 500 est actuellement plus survendu qu'au moment où la pandémie lui a infligé son pire dégagement depuis le début des années 1940. Il en est de même pour les indicateurs d'ampleur basés sur des oscillateurs, comme le pourcentage d'actions du S&P 500 qui se négocient au-dessus de leur moyenne mobile sur 50 et 200 jours.

Figure 10 : Pourcentage des actions du S&amp;P 500 au-dessus de leur moyenne mobile

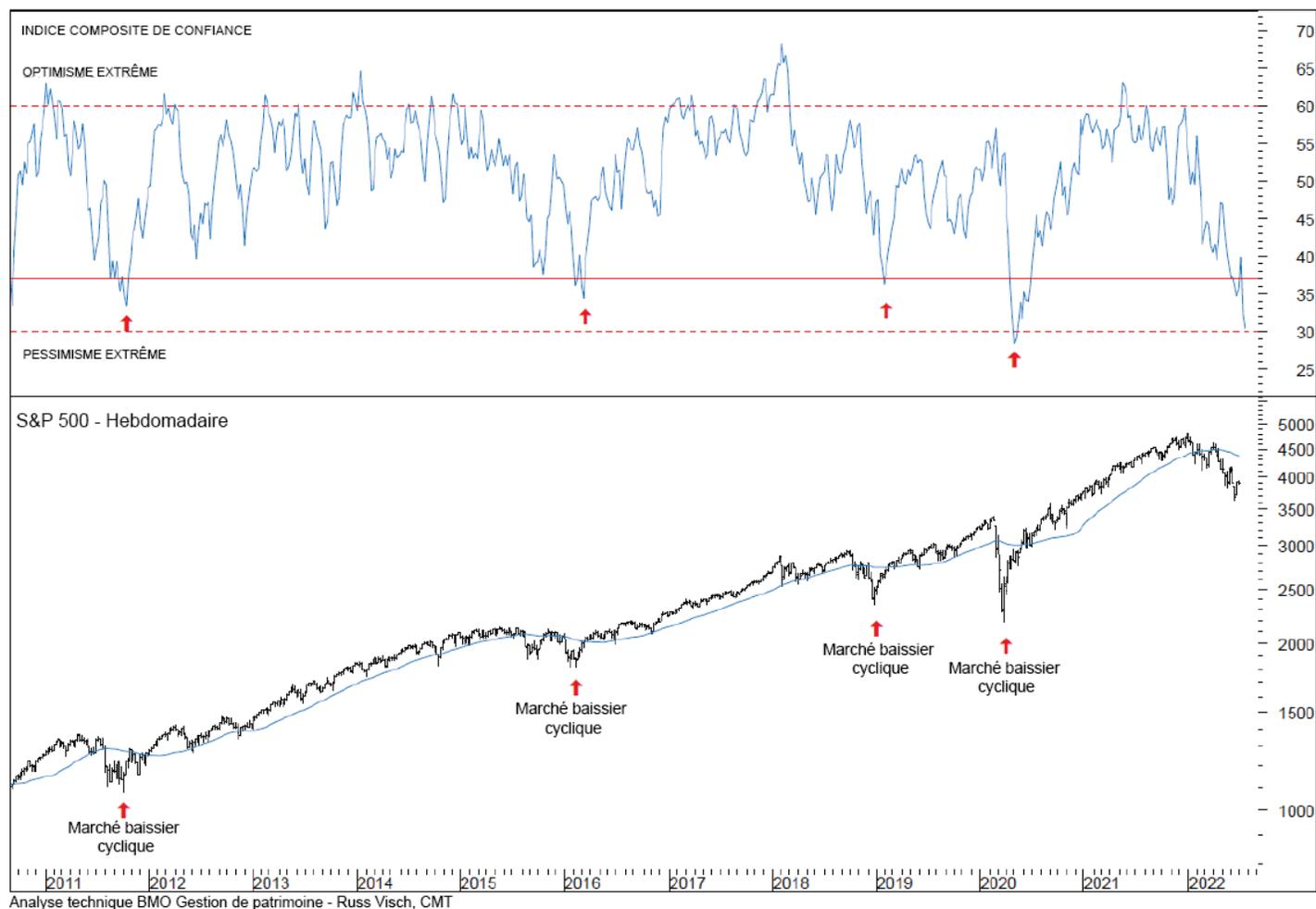


Source : Analyse technique BMO Nesbitt Burns

La semaine dernière, ces indicateurs ont renoué avec leurs niveaux très survendus de mars 2020. À la mi-juin, seuls 10 titres du S&P 500 se négociaient au-dessus de leur moyenne mobile sur 50 jours. Enfin, le pessimisme règne sur le marché. Notre indicateur composite de confiance, qui regroupe divers sondages demandant aux participants de différents segments du marché s'ils sont optimistes ou pessimistes, n'est actuellement qu'à deux points du niveau extrêmement pessimiste touché au plus creux de la pandémie.

En fait, cet indicateur n'a été aussi négatif que deux autres fois en 15 ans : à la fin du dégageant provoqué par la pandémie tôt en 2020, et lorsque le S&P 500 a touché le fond en mars 2009 après avoir perdu 58 % en 18 mois. On peut donc se demander qui n'a pas déjà vendu tout ce qu'il voulait vendre. Vu la position de ces indicateurs, nous nous attendons à ce que le marché baissier prenne fin au début du troisième trimestre, voire peut-être ce mois-ci. Les investisseurs devraient donc bientôt passer d'une attitude défensive à une situation où ils prendront plus de risques.

Figure 11 : Indice composite de confiance



Source : Analyse technique BMO Nesbitt Burns

Créé dans MetaStock

Dans ce contexte, le choix des titres à acheter apparaît assez simple, puisque les secteurs procycliques ont historiquement affiché la plus forte remontée au sortir du creux d'un marché baissier.

Figure 12 : Rendement sectoriel après les marchés baissiers

	Baissier 2011		Baissier 2016		Baissier 2018		Baissier 2020	
	13 sem.	26 sem.						
S&P 500	10,59	20,99	9,75	17,12	14,03	18,35	18,4	29,79
Cons. discrét.	10,39	24,16	12,12	17,64	16,58	22,32	29,09	49,76
Cons. de base	7,2	13,31	6,21	9,8	11,6	14,92	6,46	17,79
Énergie	15,49	15,41	16,43	21,95	15,94	11,64	27,46	5,3
Finance	13,51	31,49	11,77	16,67	8,96	17,05	7,49	11,85
Santé	10,19	17,79	7,43	16,22	7,59	8,61	14,81	21,31
Technologies	7,57	27,09	7,98	21,11	20,51	27,32	29,11	44,98
Industrie	14,69	22,34	10,51	17,38	17,81	21,41	12,32	29,82
Matériaux	12,15	17,74	13,16	20,54	10,56	16,89	23,34	41,19
Communications	4,92	7,41	4,79	12,69	13,94	18,67	19,23	31,88
Utilité publique	5,1	4,62	8,35	11,65	10,09	13,04	-0,9	5,44
FPI	S. O.	S. O.	S. O.	S. O.	16,67	18,52	8,06	11,11

Source : Analyse technique BMO Nesbitt Burns

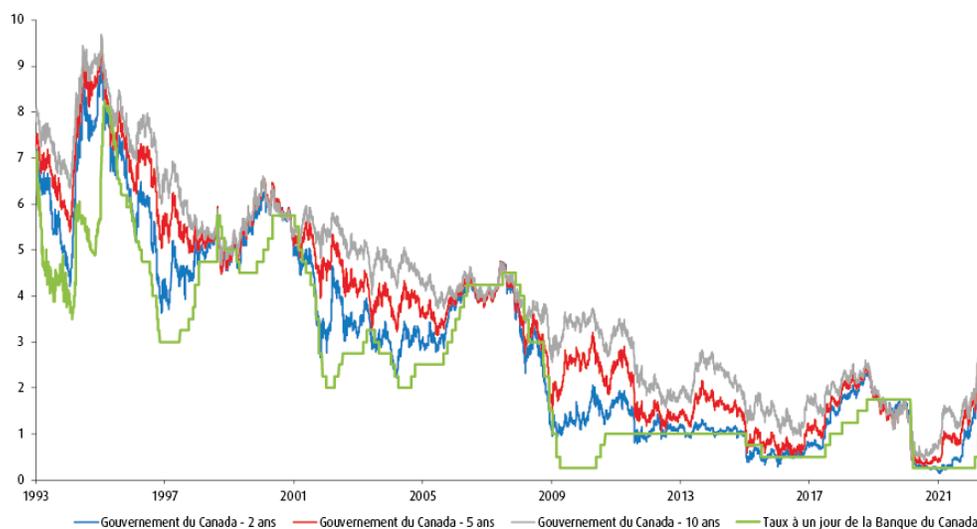
À propos de ce tableau, on notera que les titres technologiques pourraient de nouveau dominer pendant 13 semaines, surtout parce qu'ils ont le plus baissé et sont le plus survendus. Ils pourraient donc connaître un rebond initial notable. Néanmoins, nous pensons qu'une telle remontée ne serait pas durable, vu l'effet de la hausse des taux sur les actions fortement surévaluées. Par conséquent, nous ne recommandons pas de miser beaucoup sur ce secteur, sauf à court terme. Le même conseil vaut pour le secteur des services de communications, devenu plus technologique depuis que les GOOG, FB, NFLX et autres ont remplacé les monotones sociétés de télécommunications. Globalement, nous recommandons de pondérer fortement l'industrie, la consommation discrétionnaire, ainsi que la finance qui devrait afficher une bonne tenue vu la hausse des taux d'intérêt.

### **Idées fausses : Comprendre les stades de la progression des taux d'intérêt – Richard Belley**

On se méprend souvent sur l'influence que peuvent exercer les banques centrales sur les segments à court terme et à long terme de la courbe des taux. L'idée fautive la plus répandue consiste à croire que tous les taux vont s'ajuster de la même façon à l'évolution du taux directeur de la banque centrale. En fait, ce n'est pas toujours le cas. Ainsi, la hausse des taux s'opère habituellement en trois stades qu'il importe de comprendre pour définir la stratégie de portefeuille la mieux adaptée à la situation du moment.

Dans un premier temps qui est celui de la maturation du cycle économique, une croissance vigoureuse, un haut taux d'utilisation de la capacité, le renforcement du marché du travail et la hausse de l'inflation accentuent la courbe des taux obligataires, les taux à long terme montant plus vite que les taux à court terme. À ce stade, la politique monétaire est neutre ou plus probablement stimulante; les taux à court terme sont assez bien arrimés au taux directeur de la banque centrale, tandis que les taux à long terme sont soulevés par l'anticipation d'une inflation supérieure à la cible à long terme. Les taux obligataires réels<sup>[1]</sup> peuvent aussi commencer à grimper sous l'effet de l'accélération de la croissance économique, mais ces dernières années, cette hausse a été retardée par des conditions monétaires très accommodantes (assouplissement quantitatif) qui ont maintenu le taux réel à un niveau modeste.

**Figure 13 : Taux obligataires de référence du Canada par rapport au taux de la Banque du Canada**

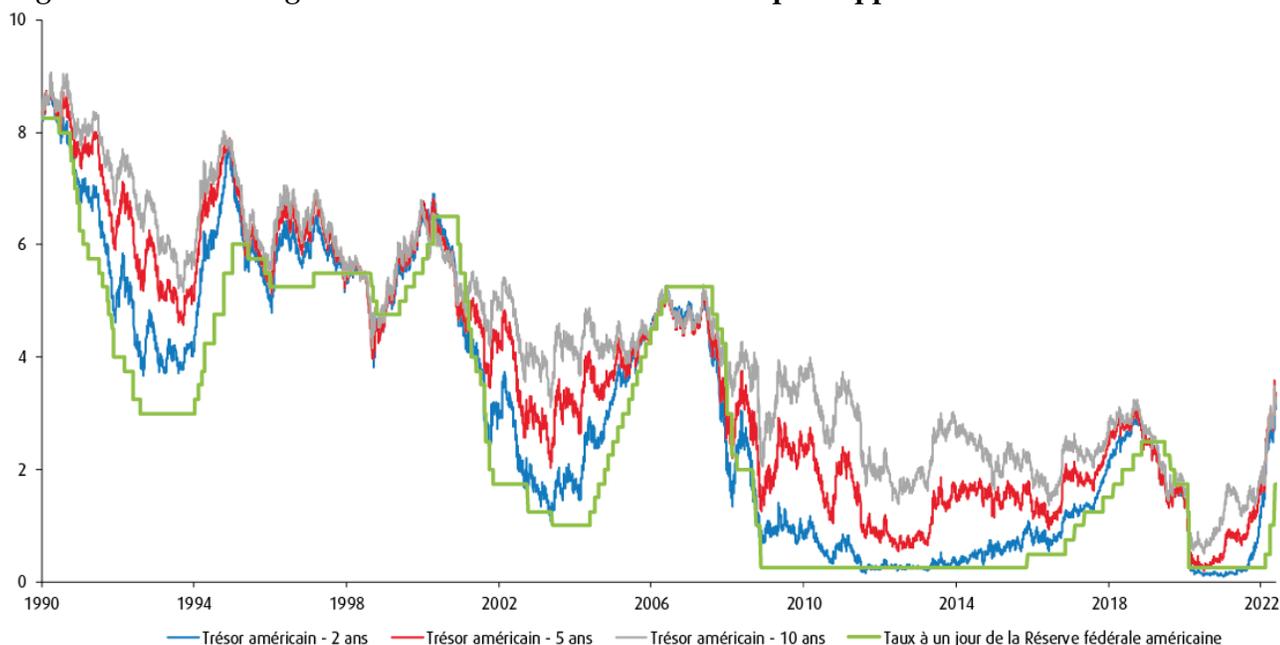


Source : Bloomberg

<sup>[1]</sup> Le taux réel se distingue du taux nominal en ce que ce dernier inclut une composante d'inflation.

Dans un deuxième temps qui est celui d'une période soutenue de croissance économique supérieure au potentiel (écart de production positif), un creux cyclique du chômage, une inflation supérieure à la cible, des signes de surchauffe et une certaine effervescence du marché font entrevoir un changement de politique imminent de la banque centrale. Au début de ce stade, les taux à court terme se désarriment progressivement et s'ajustent à la hausse prévue du taux directeur. Leur ascension peut s'accélérer à la longue, alors que le marché jauge le désir de la banque centrale de relever les taux à la neutralité ou au-dessus, en ciblant le taux final auquel l'économie va refroidir. Plus tard à ce stade, les taux à court terme et à long terme s'ajustent au taux final prévu, mais les taux à court terme ont tendance à monter plus vite que les taux à long terme, d'où l'aplatissement de la courbe.

**Figure 14 : Taux obligataires de référence des États-Unis par rapport au taux des fonds fédéraux**



Source : Bloomberg

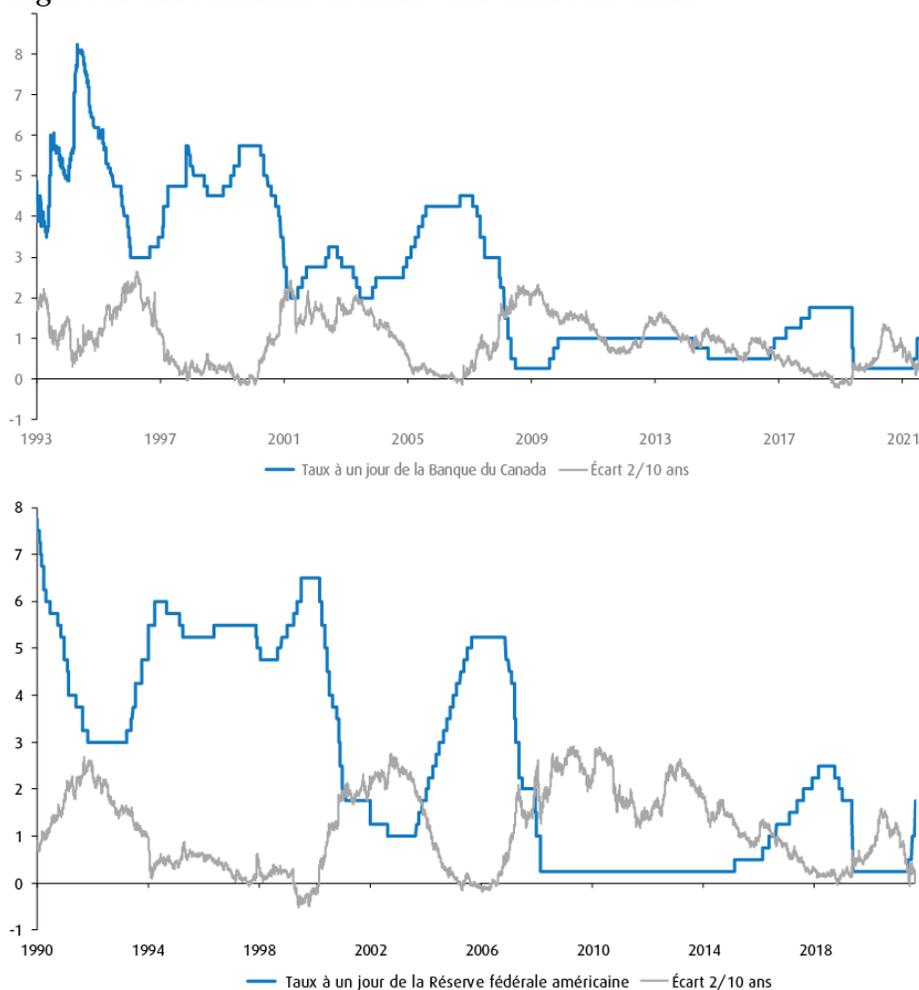
Dans un troisième temps, les taux à court terme et à long terme ont tendance à diverger progressivement. À mesure que le cycle de resserrement avance, les prévisions et les indications prospectives de la banque centrale permettent au segment à court terme de la courbe de mieux anticiper le taux final. Les taux à long terme peuvent continuer de fluctuer autour de ce niveau attendu et de monter de pair avec les taux à court terme pendant un certain temps. Cependant, les taux à plus long terme vont graduellement se détacher des ajustements de la politique monétaire et de la situation présente, pour accorder plus d'importance au ralentissement prévu de la croissance économique et à la renormalisation des attentes d'inflation. À ce stade, les taux nominaux auront tendance à plafonner, en commençant par les échéances les plus éloignées. Plus le cycle de resserrement progresse, plus les ajustements de taux sont importants au départ et plus le risque d'une erreur de politique augmente, la banque centrale risquant de trop serrer la vis et de provoquer ainsi un atterrissage brutal (c'est-à-dire une récession). C'est alors que la courbe des taux risque de s'inverser.

Bien que la pandémie et la guerre en Ukraine aient posé des défis différents, le cycle actuel a beaucoup de points communs avec les précédents. Au risque de paraître simplistes, nous relevons des constatations importantes

qui s'appliquent à tous les cycles. Premièrement, la courbe des taux demeure un outil de prévision précieux, en plus de refléter les conditions du moment. Deuxièmement, puisque les politiques budgétaires et monétaires servent à influencer le marché du travail, la croissance économique et l'inflation en vue de les ramener à leur moyenne cyclique séculaire, leur impact se fera surtout sentir sur les obligations dont l'échéance est plus éloignée. Troisièmement, bien que les responsables des banques centrales croient savoir où se situe le taux neutre, ils trouvent rarement le niveau qui soutiendra le marché du travail, assurera la stabilité des prix et réduira la volatilité du cycle économique sur une base continue.

Habituellement, le marché obligataire affiche sa pire performance aux deux premiers stades du cycle de hausse des taux. Ainsi, depuis deux ans, la performance de 2021 correspond au premier stade et le résultat étonnamment faible de cette année correspond au deuxième stade. La guerre et les virages imprévus de la Fed face à l'inflation ont exacerbé l'impact de ce deuxième stade et mené au pire début d'année de l'histoire pour les obligations.

**Figure 15 : Les courbes de taux vont-elles s'inverser?**

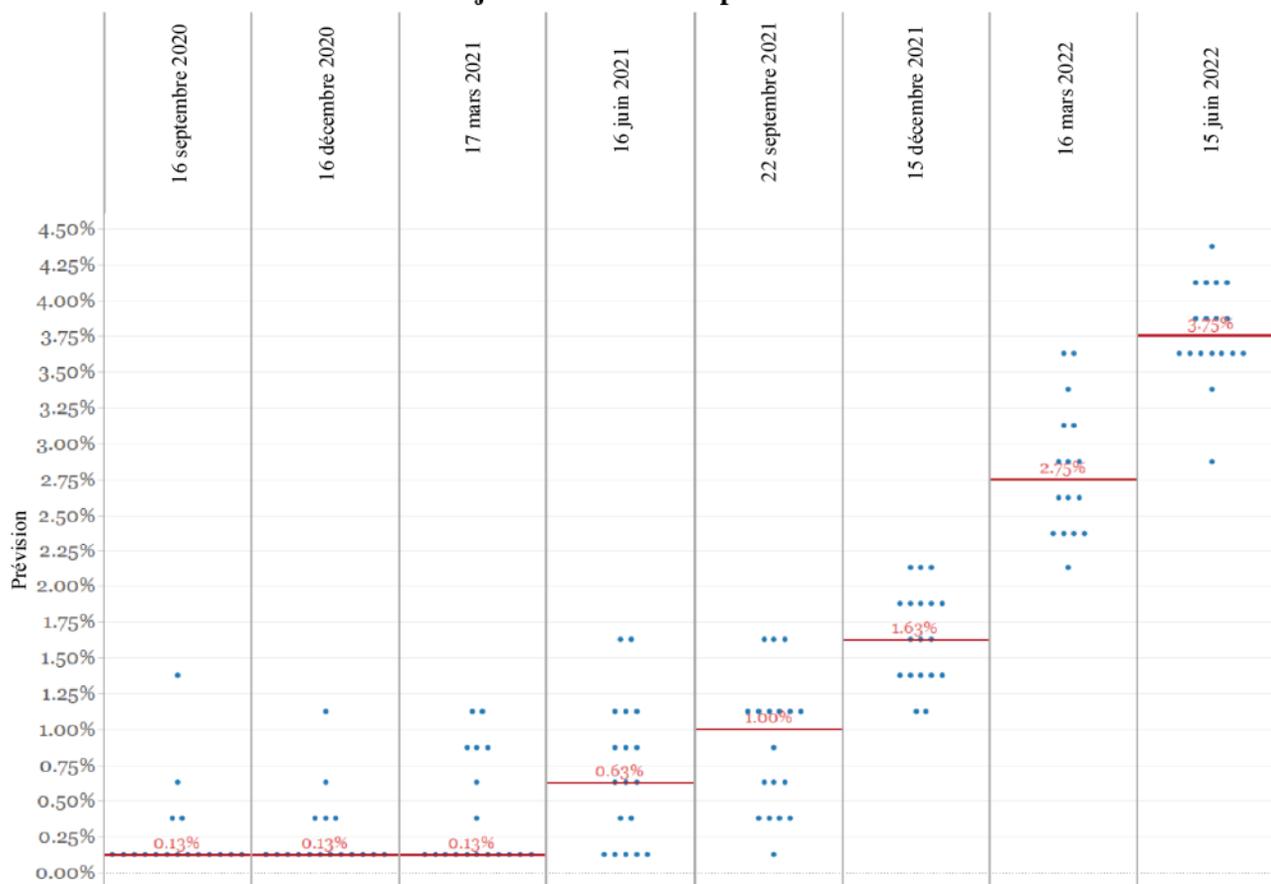


Source : Bloomberg

Que pouvons-nous attendre des portefeuilles d'obligations en ce début de troisième stade, alors que les taux obligataires ont atteint un sommet de plusieurs années et que leur courbe risque de s'inverser incessamment?

Les taux à court terme restent influencés par les attentes à l'égard du taux final. Selon les dernières projections de la Fed, le taux directeur devrait atteindre 3,75 % en 2023. Le marché croit donc que l'inflation toujours persistante amènera les banques centrales du Canada et des États-Unis à relever leur taux directeur dans une proportion combinée de 125 à 150 pb (1,25 % à 1,50 %) lors de leurs deux prochaines réunions (juillet et septembre).

**Figure 16 : Évolution du taux directeur de 2023 prévu par la Fed**  
**Projections de la Fed pour 2023**



Source : Réserve fédérale

Par contre, le segment à long terme de la courbe est déjà passé aux évolutions attendues sur un horizon plus lointain. L'incertitude persiste quant au temps que l'inflation mettra à ralentir, mais les attentes d'inflation à long terme ont commencé à baisser. Par ailleurs, le risque grandissant de récession pèse désormais plus lourd dans les prévisions et limite le risque de hausse des taux obligataires réels qui ont atteint un sommet pluriannuel plus tôt au deuxième trimestre. Nous n'entrerons pas dans le débat entourant la probabilité d'une récession, mais nous commençons à observer des signes et des tendances que l'on associe à une contraction. L'économie canadienne reste relativement forte grâce à l'énergie et aux produits de base en général, mais elle ralentit. De son côté, l'économie américaine a ralenti davantage cette année et certains stratèges pensent même qu'elle serait déjà en récession, d'où la probabilité accrue d'une telle évolution.

## Figure 17 : Prédiction de croissance du PIB du T2 selon le modèle GDPNow de la Réserve fédérale

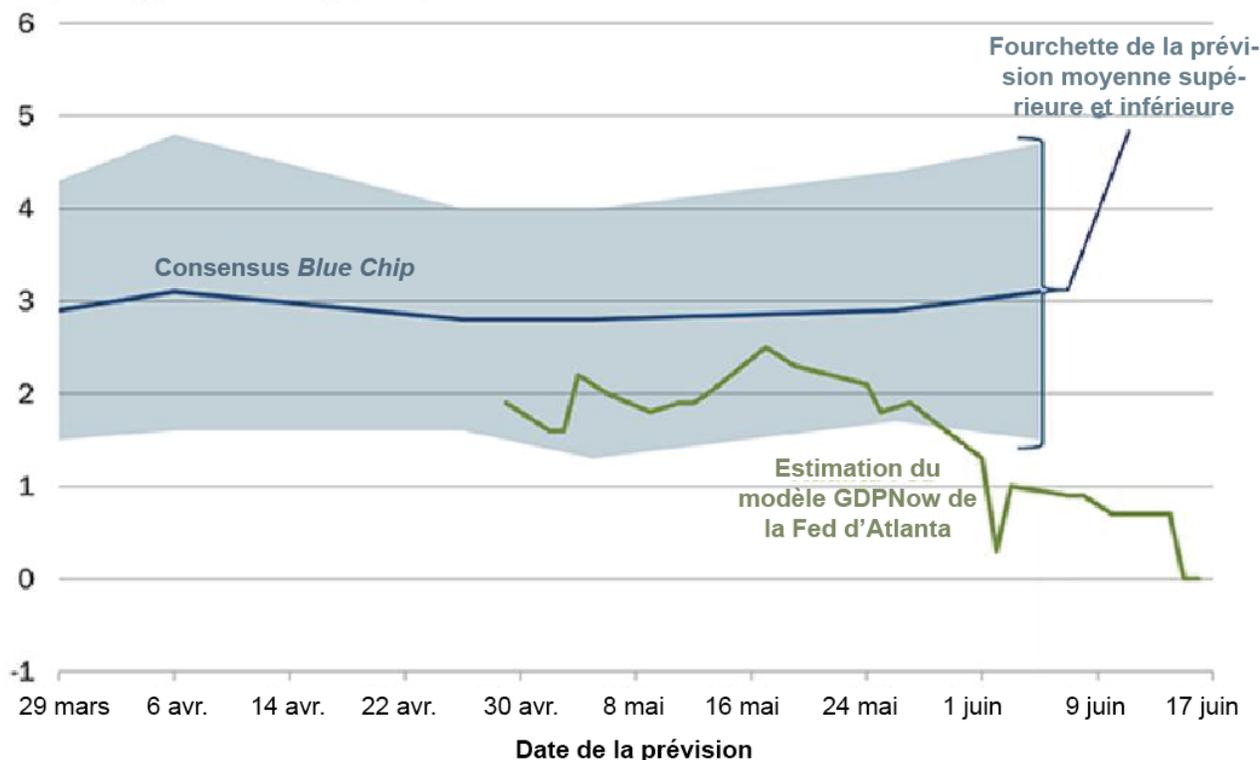
### Dernière estimation : 0,0 p. 100 – 16 juin 2022

Selon le modèle GDPNow, la croissance du PIB réel (taux annuel désaisonnalisé) du deuxième trimestre de 2022 est estimée à **0,0 p. 100** le 16 juin, sans changement par rapport au 15 juin après arrondissement. Après la publication du rapport du US Census Bureau sur les mises en chantier ce matin, la prévision instantanée de la croissance des investissements résidentiels réels du deuxième trimestre est passée de -8,5 p. 100 à -7,7 p. 100.

La prochaine estimation GDPNow paraîtra le **lundi 27 juin**. Vous trouverez la liste des prochaines dates de parution à l'onglet « Release Dates » ci-dessous.

### Évolution de l'estimation de la croissance du PIB réel de 2022 selon le modèle GDPNow de la Fed d'Atlanta : T2

Variation trimestrielle en pourcentage (taux annuel désaisonnalisé)



Sources : Blue Chip Economic Indicators et Blue Chip Financials Forecasts

Remarque : La prévision moyenne supérieure (inférieure) correspond à la moyenne des 10 prévisions les plus (moins) élevées dans le sondage Blue Chip.

Source : Réserve fédérale d'Atlanta

À la lumière de l'expérience du dernier cycle de resserrement, la conjoncture actuelle nous amène à réviser la stratégie que nous recommandons en ce début de deuxième semestre de 2022. Durant les deux premiers stades, notre attitude défensive nous a fait préférer un positionnement moins sensible aux taux d'intérêt, c'est-à-dire une durée plus courte, pour atténuer l'impact de la hausse des taux. Maintenant que les taux à long terme sont vraisemblablement plus proches de leur sommet, il serait temps à notre avis d'opérer un virage progressif vers une durée plus neutre, en ajoutant graduellement des titres à plus long terme au portefeuille. Une

attitude défensive reste toutefois nécessaire, mais comme nous l'écrivions dans notre dernier rapport stratégique, elle se manifeste davantage au niveau de notre répartition sectorielle, et particulièrement dans notre sélection de titres de sociétés. Les rendements et la trajectoire des taux d'intérêt à court et à long terme risquant de diverger durant le troisième stade, une divergence semblable apparaîtra sans doute entre la performance des obligations d'État et celle des obligations de sociétés. Vu le risque grandissant de récession, les titres de sociétés pourraient rester vulnérables durant les mois qui viennent, d'où l'idée d'accroître l'exposition aux obligations d'État au moment où les investisseurs accentuent peu à peu la sensibilité de leur portefeuille aux taux d'intérêt.

Ces derniers mois, nous avons abondamment traité des bons côtés de la hausse des taux d'intérêt. Ainsi, il y a longtemps que les placements à revenu fixe n'avaient pas été aussi attrayants. Des risques subsistent néanmoins, vu la possibilité d'une inflation persistante, de nouvelles surprises du côté des banques centrales et d'une forte volatilité. Un resserrement plus rapide et plus vigoureux pourrait exercer une pression haussière sur les taux à court terme. Cependant, au stade actuel du cycle, les taux à long terme seront sans doute davantage influencés par l'effet de cette situation sur les perspectives de croissance et d'inflation. La Fed se disant déterminée à lutter contre l'inflation coûte que coûte, quitte à relever son taux directeur, les taux obligataires à long terme pourraient bien baisser plutôt que monter durant les trimestres qui viennent.

Figure 18 : Rendement global des secteurs du S&P/TSX

Rend. glob. des sect. de l'ind. comp. S&P/TSX (%)	Cumul mensuel	Cumul annuel
Énergie	-11,92	26,23
Services d'utilité publique	-2,91	1,29
Biens de consommation de base	-5,69	-1,12
Matériaux	-5,66	-4,04
Télécommunications	-14,78	-8,28
<b>Indice composé S&amp;P/TSX</b>	<b>-1,12</b>	<b>-9,35</b>
Industrie	-8,71	-9,87
Finance	-8,78	-11,23
Consommation discrétionnaire	-6,06	-17,11
Immobilier	-10,19	-22,93
Santé	-18,01	-56,00
Technologies de l'information	-9,08	-55,29

30 juin 2022  
Source : Bloomberg

Figure 19 : Rendement global des secteurs du S&P 500

Rend. glob. des sect. de l'ind. S&P 500 (%)	Cumul mensuel	Cumul annuel
Énergie	-16,80	31,84
Services d'utilité publique	-4,98	-0,55
Biens de consommation de base	-2,50	-5,58
Santé	2,66	-8,33
Matériaux	13,84	-17,89
Industrie	-7,40	-16,79
Finance	-10,90	-18,73
<b>Indice S&amp;P 500</b>	<b>-8,25</b>	<b>-19,96</b>
Immobilier	-7,48	-21,24
Technologies de l'information	-9,32	-26,91
Télécommunications	-7,69	-30,16
Consommation discrétionnaire	-10,80	-32,82

30 juin 2022  
Source : Bloomberg

Figure 20 : Ratio bénéfice/cours du S&P/TSX par rapport au taux de l'obligation du gouvernement du Canada à 10 ans



Sources : Bloomberg, BMO Gestion privée

Figure 21 : Ratio bénéfice/cours du S&P 500 par rapport au taux de l'obligation du Trésor américain à 10 ans

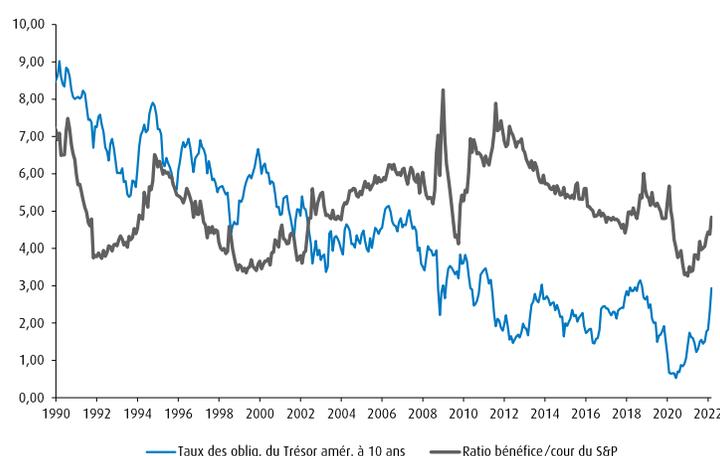
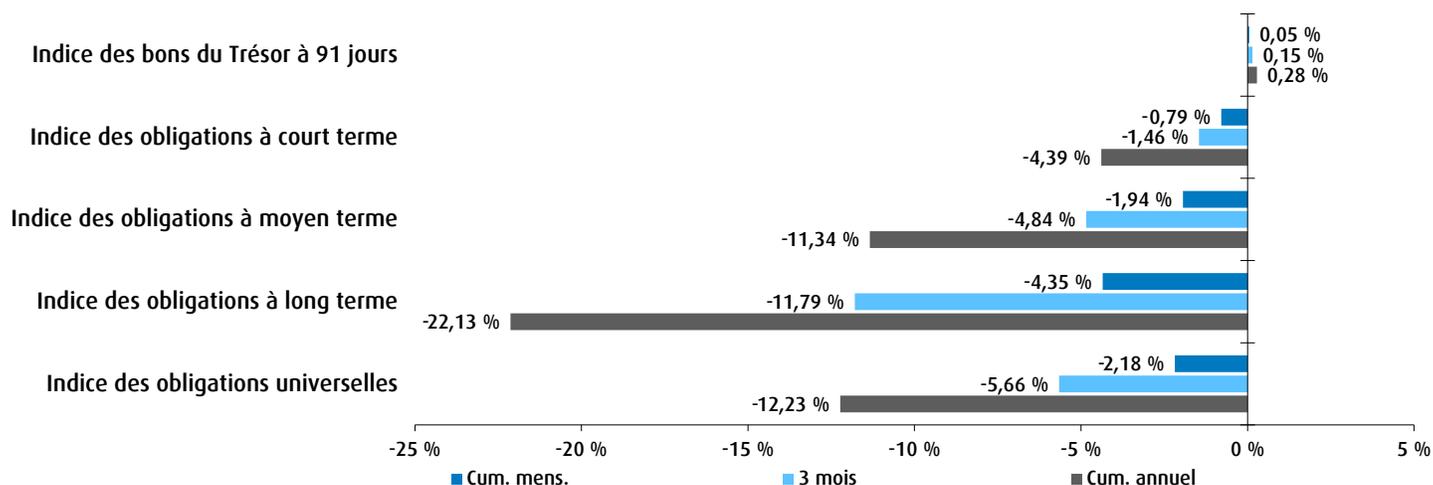


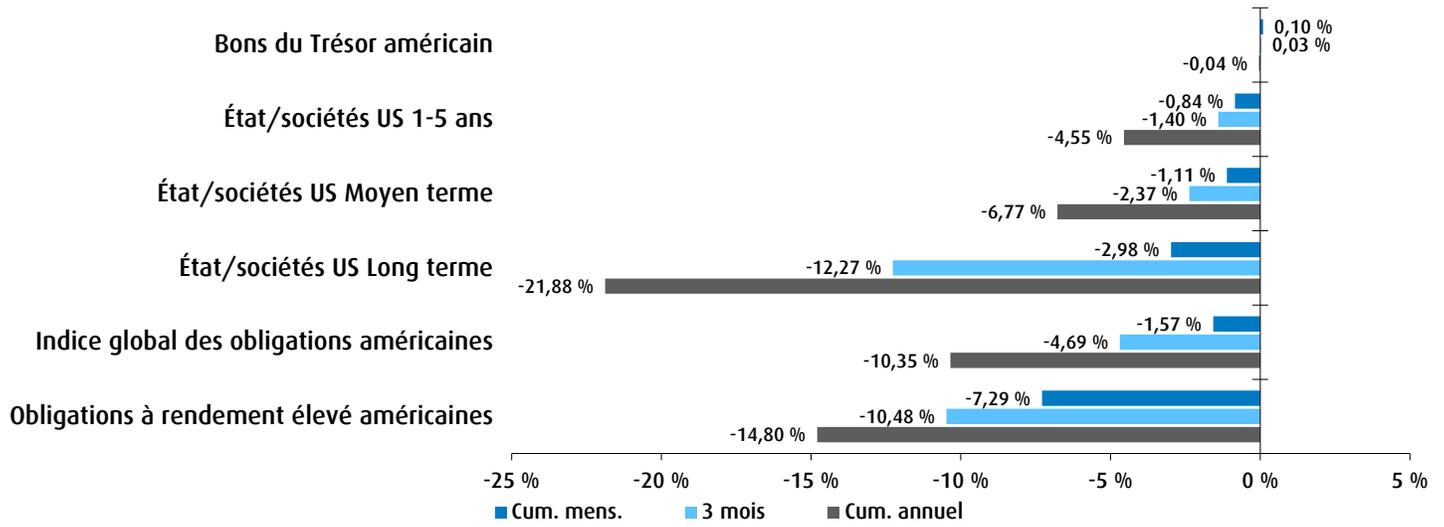
Figure 22 : Rendements globaux des indices obligataires canadiens et américains pour avril 2022

Canada



Source : FTSE

États-Unis



Source : Bloomberg Barclays

## Déclaration générale

Les renseignements et les opinions contenus dans la présente publication ont été préparés par l'Équipe conseil Portefeuilles de BMO Nesbitt Burns Inc. (« BMO Nesbitt Burns »). La présente publication est protégée par les lois sur le droit d'auteur. Les opinions exprimées dans la présente publication peuvent différer de celles du Service de recherche de BMO Marchés des capitaux. Aucune partie de cette publication ou de son contenu ne peut être copiée, téléchargée, archivée dans un système de recherche documentaire ou retransmise, ni faire l'objet d'aucune forme de reproduction, d'archivage, de diffusion, de transfert ou d'utilisation, par quelque moyen que ce soit, par une tierce partie, sans l'autorisation préalable écrite de BMO Nesbitt Burns. Il est strictement interdit de communiquer ou d'utiliser, de distribuer, de diffuser ou de copier cette publication, ce message ou toute pièce jointe. Si vous avez reçu ce rapport par erreur, veuillez en informer immédiatement l'expéditeur et supprimer ou détruire ce rapport sans le lire, le reproduire ou le transférer à quiconque. Les opinions, estimations et projections contenues dans ce rapport ont été établies par BMO Nesbitt Burns à la date indiquée et sont sujettes à changement sans préavis. Tous les efforts ont été 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 Nesbitt Burns 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 rapport ou de son contenu. BMO Nesbitt Burns et ses sociétés affiliées peuvent par ailleurs disposer d'information ne figurant pas ici. Ce rapport n'est pas une offre de vente ou une sollicitation d'offre d'achat ou de vente de titres quels qu'ils soient, et ne devrait pas être considéré comme tel. BMO Nesbitt Burns ou ses sociétés affiliées peuvent acheter de leurs clients ou leur vendre des titres d'émetteurs mentionnés dans ce rapport pour leur propre compte. BMO Nesbitt Burns, ses sociétés affiliées et leurs administrateurs, dirigeants ou employés peuvent détenir des positions acheteur ou vendeur sur les 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. BMO Nesbitt Burns ou ses sociétés affiliées peuvent assurer des services de conseils financiers et/ou de prise ferme pour certaines sociétés mentionnées dans le document et peuvent recevoir une rémunération à cet effet. La Banque de Montréal ou ses sociétés affiliées (« BMO ») ont des ententes de prêts avec de nombreux émetteurs suivis par l'Équipe conseil Portefeuilles de BMO Nesbitt Burns ou leur offrent d'autres services rémunérés. BMO a consenti des prêts importants à certains des émetteurs mentionnés dans ce document. BMO Nesbitt Burns Inc. est une filiale en propriété exclusive de la Banque de Montréal. Diffusion des rapports : Les rapports de l'Équipe conseil Portefeuilles de BMO Nesbitt Burns sont mis simultanément à la disposition de tous les conseillers en placement BMO Nesbitt Burns. Indications additionnelles : AUX RÉSIDENTS DES ÉTATS-UNIS : 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. (« BMO CM ») et/ou BMO Nesbitt Burns Securities Ltd. (« BMO NBSL »). AUX RÉSIDENTS DU ROYAUME-UNI : Le contenu de ce rapport est uniquement destiné à l'usage des personnes citées dans la partie VI du Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001, et ne peut être publié ou remis qu'à celles-ci. BMO Gestion de patrimoine est le nom commercial d'un groupe de sociétés comprenant la Banque de Montréal et certaines de ses sociétés affiliées, y compris BMO Nesbitt Burns Inc., qui fournissent des produits et des services de gestion de patrimoine.

BMO Nesbitt Burns Inc. est membre du Fonds canadien de protection des épargnants et membre de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières.