

# Gestion de portefeuilles

Novembre 2019

## Stratégie – Actions

### Novembre 2019 : La probabilité d'une récession a augmenté, mais un parallèle avec les années 1990 nous incite à l'optimisme

Stéphane Rochon, CFA, spécialiste en stratégie – actions

Un décalage intéressant se crée entre le marché boursier et le flot apparemment sans fin de mauvaises nouvelles issues des fils de presse évoquant le ralentissement économique mondial, les incertitudes commerciales ou les tensions au Moyen-Orient. Un nombre grandissant de commentateurs tentent de convaincre les investisseurs de l'imminence d'une récession, ce qui n'empêche pas les principaux indices boursiers nord-américains de frôler ou de franchir des sommets historiques. À quoi cela rime-t-il?

Pour éclairer nos clients et dissocier les faits des émotions, nous avons conçu l'an dernier un modèle exclusif de probabilité de récession. Selon ce modèle, le risque de récession d'ici un an en Amérique du Nord a augmenté à plus de 40 % ces derniers mois, mais demeure en deçà du seuil critique de 50 %. Il est intéressant de noter que, comme le montre le graphique ci-dessous, le risque calculé d'après notre modèle a également dépassé 40 % à quelques reprises durant les années 1990, mais a reculé par la suite. Nous croyons qu'un scénario semblable pourrait se répéter en 2019. En effet, il existe de nombreuses similitudes entre la phase d'expansion actuelle et celle des années 1990, marquée par l'une des plus longues progressions ininterrompues de l'économie américaine et accompagnée de rendements boursiers très élevés. À notre avis, les principales ressemblances se situent au niveau de la modicité de l'inflation et des taux d'intérêt (assortie de conditions monétaires très accommodantes) et d'une innovation technologique de grande ampleur qui a permis une accélération de la productivité. Le marché haussier des années 1990 a certes abouti à la bulle des technos, mais le marché est heureusement encore loin de ce genre d'euphorie, si l'on se fie à nos modèles. Vous vous souviendrez que nous avons relevé nos estimations de la juste valeur du S&P 500 à 3 300 et du TSX à 19 000 en juillet. Si le parallèle avec les années 1990 se confirme, ces chiffres pourraient s'avérer très conservateurs.

Figure 1 : Répartition de l'actif recommandée selon le type d'investisseur

	Revenu		Équilibré		Croissance		Croissance dynamique	
	Répartition recommand.	Pondér. de référence	Répartition recommand.	Pondér. de référence	Répartition recommand.	Pondér. de référence	Répartition recommand.	Pondér. de référence
Liquidités	5	5	5	5	5	5	0	5
Titres à revenu fixe	65 ↓	70	35 ↓	45	15 ↓	25	0 ↓	0
Actions	30	25	60	50	80	70	100	95
Canadiennes	20 ↑	15	30 ↑	25	40 ↑	35	45 ↑	40
Américaines	10	5	25	15	25	20	35	30
EAEO*	0	5	0	5	5	10	10	15
Marchés émergents	0	0	5	5	10	5	10	10

\* Dans le compartiment EAEO, nous recommandons plus particulièrement les actions d'Europe continentale.

## Parallèle avec les années 1990

La récession de 1990 a été en grande partie attribuable à la politique monétaire restrictive (hausse des taux d'intérêt) de la Réserve fédérale américaine et au choc des prix pétroliers de 1990 provoqué par la première guerre du Golfe. Cependant, la décennie qui a suivi a enregistré l'une des phases de croissance économique et de prospérité soutenues les plus vigoureuses de l'histoire.

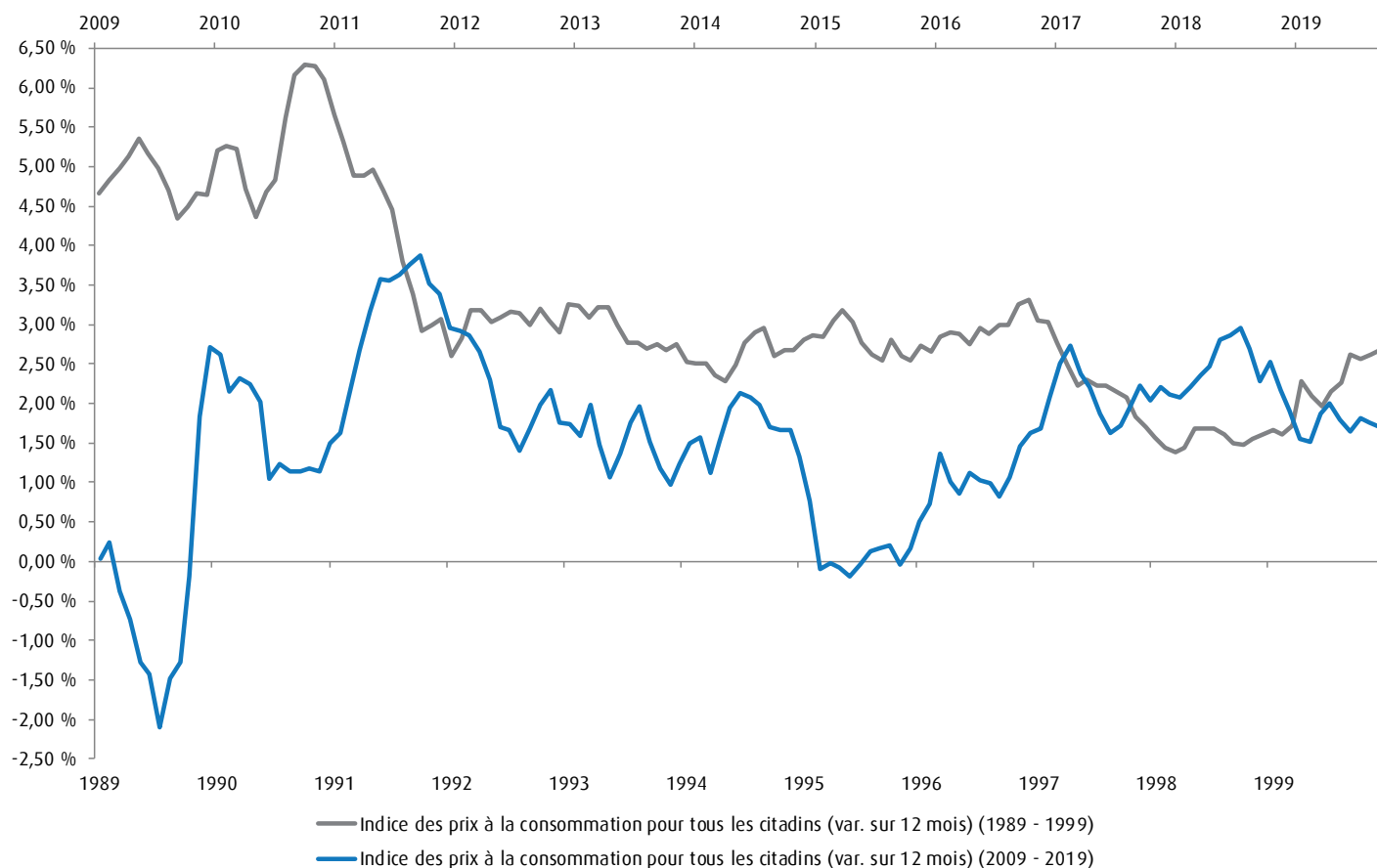
Figure 2 : Le S&P 500 de 1989 à 1999 et de 2009 à 2019 – Les gains boursiers se sont accélérés avec la productivité au milieu des années 1990. Ceci pourrait être de bon augure pour les rendements des quelques années à venir.



Source : FactSet; données du 1<sup>er</sup> janvier 1989 au 31 décembre 1999 et du 1<sup>er</sup> janvier 2009 au 29 octobre 2019

Comme l'écrit le *New York Times* : « À l'époque, les avancées technologiques qui se poursuivaient depuis plusieurs années ont enfin commencé à accroître le rythme de la productivité à l'échelle de l'économie. Certains redoutaient un accès d'inflation, mais le président de la Réserve fédérale Alan Greenspan a décidé de ne pas intervenir de façon préventive pour freiner l'expansion. Il a plutôt recommandé de s'armer de patience pour voir quel degré d'incandescence l'économie pourrait atteindre avant d'entraîner une flambée des prix. »

Figure 3 : L'inflation a été systématiquement moins élevée durant les 10 dernières années que pendant la période « idéale » des années 1990

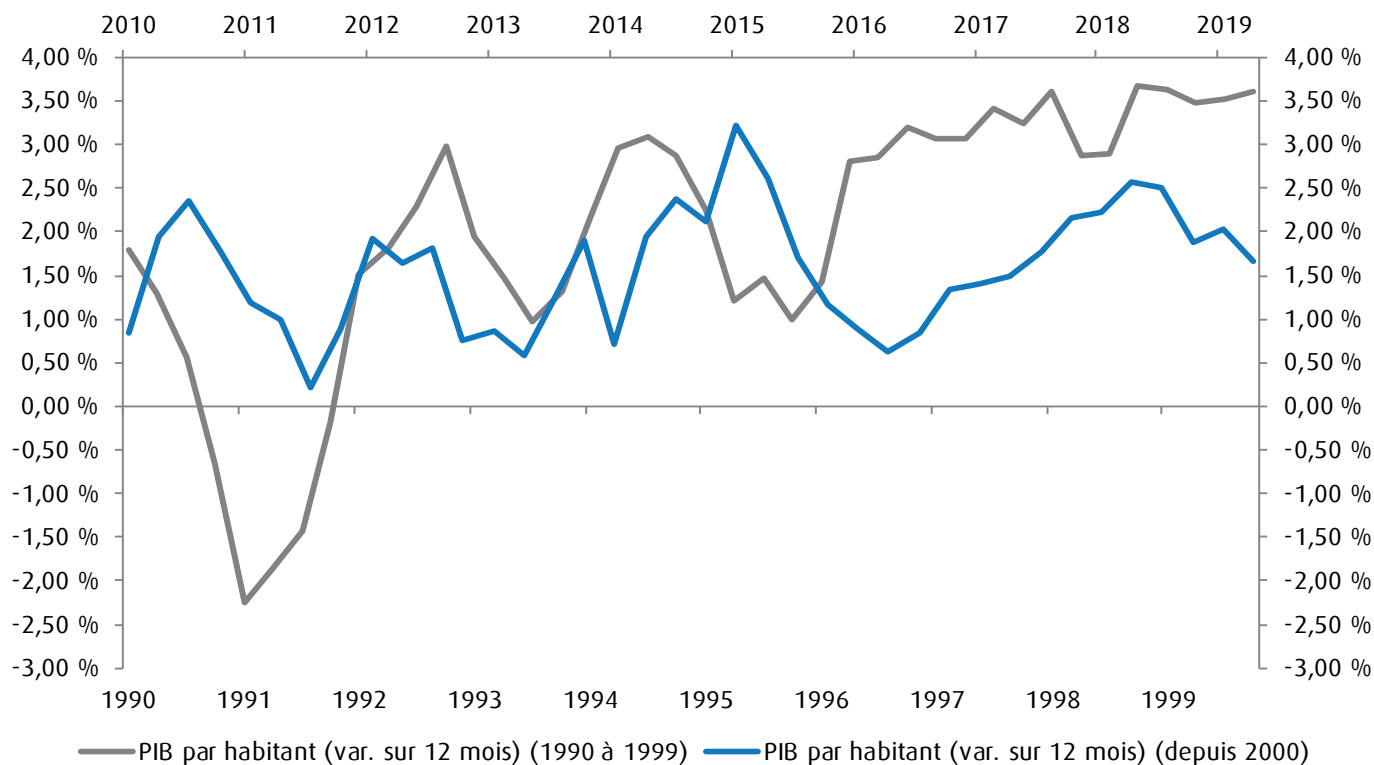


Source : FRED; données de janvier 1989 à décembre 1999 et de janvier 2009 à septembre 2019

Ce pari a été gagné (du moins pendant un certain temps) puisque l'augmentation de la productivité a atteint en moyenne 1,8 % par année entre 1991 et 1995, pour ensuite grimper à 3 % par année entre 1996 et 2000, permettant à l'économie (et aux bénéficiaires des entreprises) de croître plus rapidement sans provoquer de spirale inflationniste.

Dans une étude récente, le cabinet-conseil McKinsey affirme que la « numérisation » pourrait bientôt déclencher une deuxième vague d'accélération de la productivité. Selon cette étude, « la productivité devrait croître d'au moins 2 % par année durant la prochaine décennie et environ 60 % de cette progression devrait provenir de la numérisation. Ce rythme est inférieur au taux annuel d'environ 2,5 % enregistré aux États-Unis à la fin des années 1990 et au début des années 2000, mais nettement supérieur à la moyenne annuelle de 0,5 % observée ces dernières années. »

Figure 4 : La croissance de la productivité s'est accélérée au milieu des années 1990; ceci ne s'est pas encore produit durant la phase d'expansion actuelle.



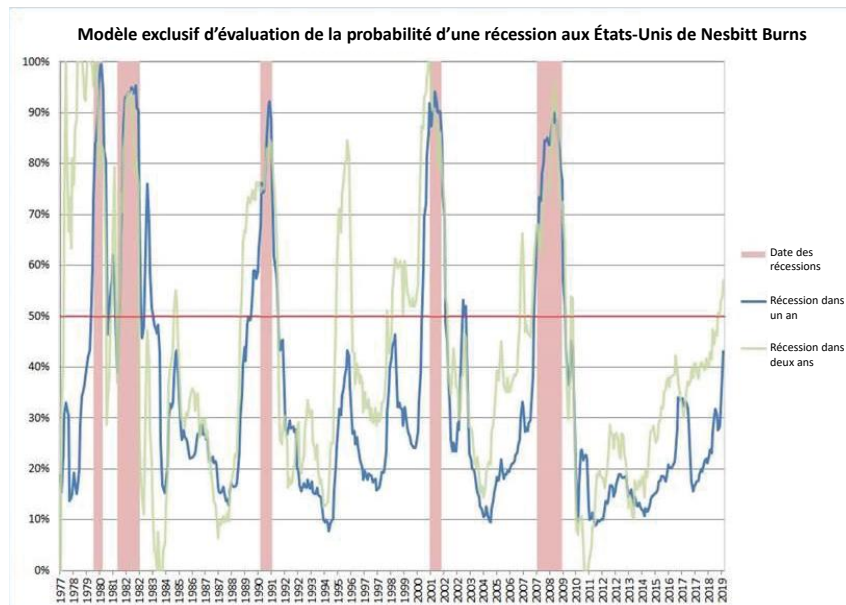
Source : FRED; données de janvier 1990 à décembre 1999 et de janvier 2010 à septembre 2019

McKinsey entend par numérisation « les technologies numériques les plus récentes – comme l'infonuagique, le commerce électronique, l'internet mobile, l'intelligence artificielle, l'apprentissage machine et l'internet des objets – qui vont au-delà de l'optimisation des processus pour transformer en profondeur les modèles d'affaires et les chaînes de valeur et estomper les frontières entre les secteurs d'activité ».

L'étude donne quelques exemples frappants de ce phénomène. « Dans le commerce de détail, les ventes en ligne sont deux fois plus productives que les ventes traditionnelles, mais elles ne représentent actuellement qu'environ 10 % du chiffre d'affaires total aux États-Unis et en Europe occidentale, d'après les données d'Euromonitor International. Les avantages de la numérisation sur le plan de la productivité ne pourront être réalisés sans coûts de transition significatifs, à commencer par la perte d'achalandage dans les magasins et les centres commerciaux. Derrière les gros titres sur la livraison par drone et les centres de distribution robotisés, les détaillants travaillent sans relâche à trouver le « parfait » équilibre entre le commerce en ligne et traditionnel; il leur faudra du temps pour y parvenir.

Dans les services publics, on estime que les innovations numériques comme les compteurs et réseaux intelligents, les outils de productivité numériques pour les employés et l'automatisation des processus administratifs pourraient se traduire par des gains de rentabilité allant jusqu'à 20 % ou 30 %. Cependant, les investissements dans les technologies numériques sont encore faibles et exigent une certaine courbe d'apprentissage. Par ailleurs, les énergies renouvelables ont tendance à être plus productives – mais l'énergie éolienne et l'énergie solaire, par exemple, produisent encore moins de 10 % de l'électricité aux États-Unis et moins de 20 % en Europe. »

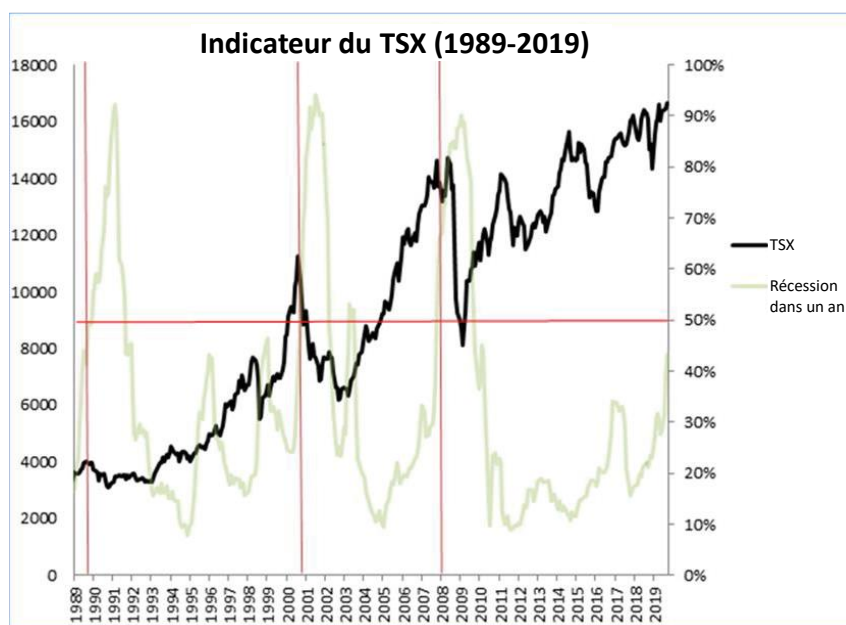
Figure 5 : Modèle de probabilité de récession de BMO Gestion privée : Les risques augmentent, mais pas encore de façon menaçante



<b>Indice ISM des nouvelles commandes</b>	<b>Écart de taux (10 ans/3 mois)</b>	<b>Ventes manufacturières et commerciales réelles</b>	<b>Emploi manufacturier</b>	<b>Demandes initiales d'assurance emploi</b>	<b>Indice CFNAI</b>	<b>Indice d'incertitude des politiques économiques</b>
---	--------------------------------------	---	-----------------------------	--	---------------------	--

Sources : Stratégie de placement de BMO pour les particuliers et Bloomberg

Figure 6 : Modèle de probabilité de récession : Historiquement, le marché s'est corrigé lorsque le risque passe au-dessus de 50 % pendant une période prolongée



Sources : Stratégie de placement de BMO pour les particuliers et Bloomberg

Dans le dernier relevé de notre modèle, le risque de récession d'ici un an est passé au-dessus de 40 %, contre 35 % il y a six mois. Cette augmentation est principalement attribuable à deux facteurs : 1) l'atonie

de l'emploi manufacturier (qui a ralenti récemment) et 2) l'incertitude grandissante entourant les politiques économiques (guerre commerciale, approche des élections, etc.).

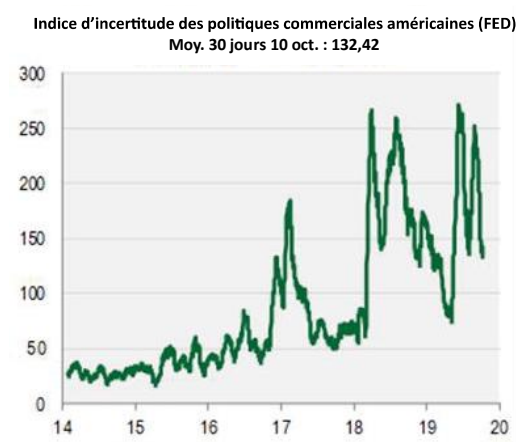
## Quelles sont les bonnes nouvelles?

De notre point de vue, les données les plus encourageantes résident dans le début d'embellie des indicateurs manufacturiers à l'échelle mondiale (et notamment en Chine, en Europe et aux États-Unis), dans le (léger) recul de l'incertitude entourant les politiques commerciales alors qu'il est question d'une « première phase » d'une entente sino-américaine, et dans l'amorce de nouvelle accentuation de la courbe des taux américains et canadiens qui indique que le marché obligataire s'attend à un renforcement de la croissance à l'avenir.

Cornerstone Macro est du même avis et ajoute que le secteur manufacturier américain prend de la vigueur pour les raisons suivantes :

1. L'impact décalé de la baisse des taux des obligations de sociétés commence à se faire sentir (en diminuant le coût du financement des entreprises).
2. L'effet négatif de l'évolution des stocks s'estompe. Les stocks américains accumulés en 2018 et début 2019 en prévision de la hausse des tarifs ont ensuite été utilisés, réduisant l'activité manufacturière. L'indice Markit des stocks manufacturiers est passé d'environ 52 % en moyenne en 2018 à moins de 47 % au milieu de 2019. Le chiffre demeure faible à 48 % en octobre, mais il semble s'être stabilisé.
3. L'effet négatif de l'évolution des exportations disparaît. Devancées en prévision des tarifs, les exportations américaines ont ensuite beaucoup diminué. L'indice Markit des nouvelles commandes à l'exportation du secteur manufacturier avait plongé au-dessous de 46 % au milieu de 2019, contre 52 % au milieu de 2018. Il a rebondi à 51 % en octobre.
4. L'incertitude entourant les politiques commerciales s'atténue. Il y a environ un mois, la Fed a créé son indice d'incertitude des politiques commerciales (TPU<sup>1</sup>). Après avoir fortement monté au premier semestre de 2019, cet indice a chuté en octobre. La trêve commerciale qui semble se dessiner devrait le faire baisser davantage en novembre.

Figure 7 : Incertitude entourant les politiques commerciales



Source : Cornerstone Macro

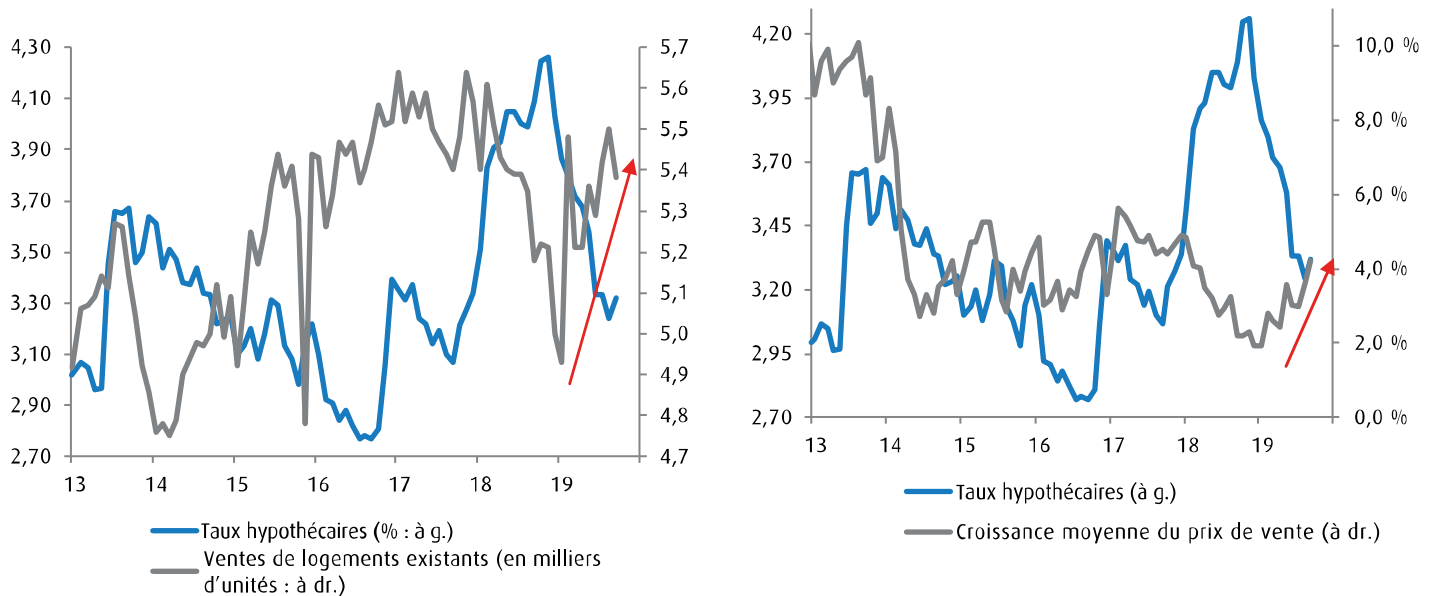
<sup>1</sup> Le premier élément de mesure de l'indice TPU repose sur une recherche des articles de journal qui abordent l'incertitude des politiques commerciales. Nous menons une recherche textuelle automatique dans les archives électroniques de sept journaux : Boston Globe, Chicago Tribune, Guardian, Los Angeles Times, New York Times, Wall Street Journal et Washington Post. Nous relevons les articles abordant l'incertitude des politiques commerciales en cherchant ceux dans lesquels apparaissent des combinaisons de mots liés à l'incertitude – comme risque, menace ou incertitude – et de mots liés aux politiques commerciales – comme tarif, droits d'importation, barrière à l'importation ou anti-dumping. Notre indicateur TPU basé sur la presse correspond à la proportion mensuelle des articles qui abordent l'incertitude des politiques commerciales, normalisée pour être égale à 100 pour un pourcentage d'articles de 1 %. Source : Fed.

## Le secteur du logement demeure un important moteur de croissance et la valeur nette des ménages ne cesse de toucher de nouveaux sommets

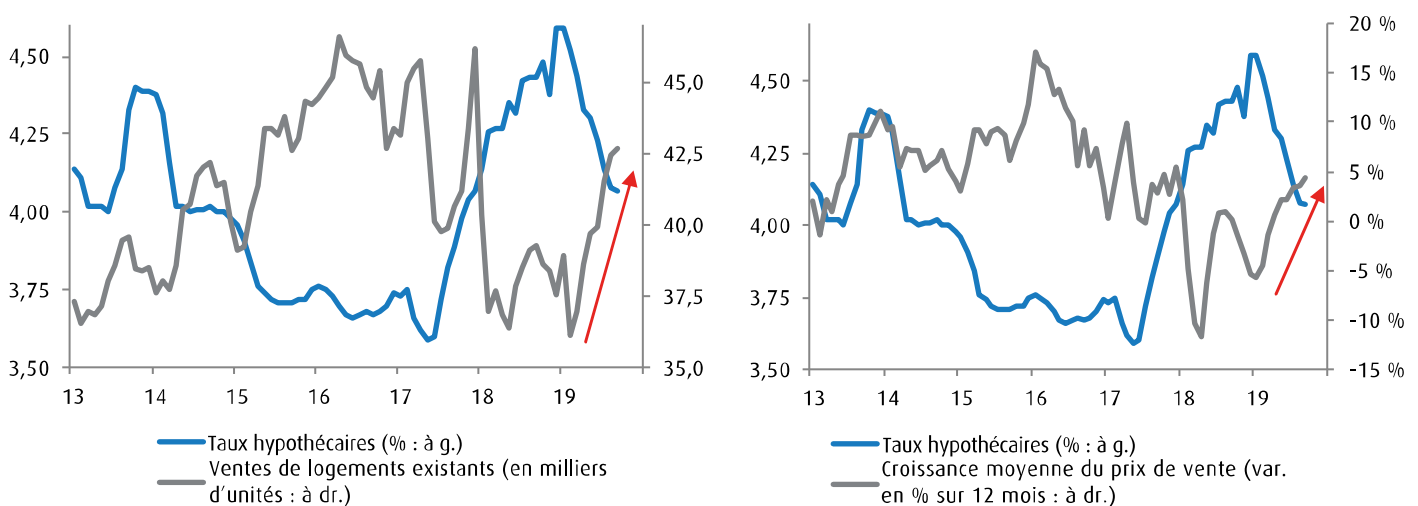
Un consommateur ne fera pas de plus gros achat que celui d'une maison. Les taux hypothécaires à 30 ans ayant chuté à 3,80 % aux États-Unis (contre 4,90 % il y a un an) et étant proches de leurs creux historiques, cette situation confortera les consommateurs et le marché boursier à plus long terme, vu l'important effet économique du marché du logement. En d'autres termes, la réduction des taux hypothécaires a renforcé de 10 % l'accessibilité au logement aux États-Unis et au Canada depuis le début de l'année. Dans ce contexte, les entreprises présentes dans la construction d'habitations et même dans le bois d'œuvre font très bonne figure, ce qui ne cadre pas avec une économie au bord du gouffre.

**Figure 8 : Les graphiques ci-dessous montrent clairement que la baisse des taux hypothécaires fait monter les ventes de logements et le prix des maisons en Amérique du Nord**

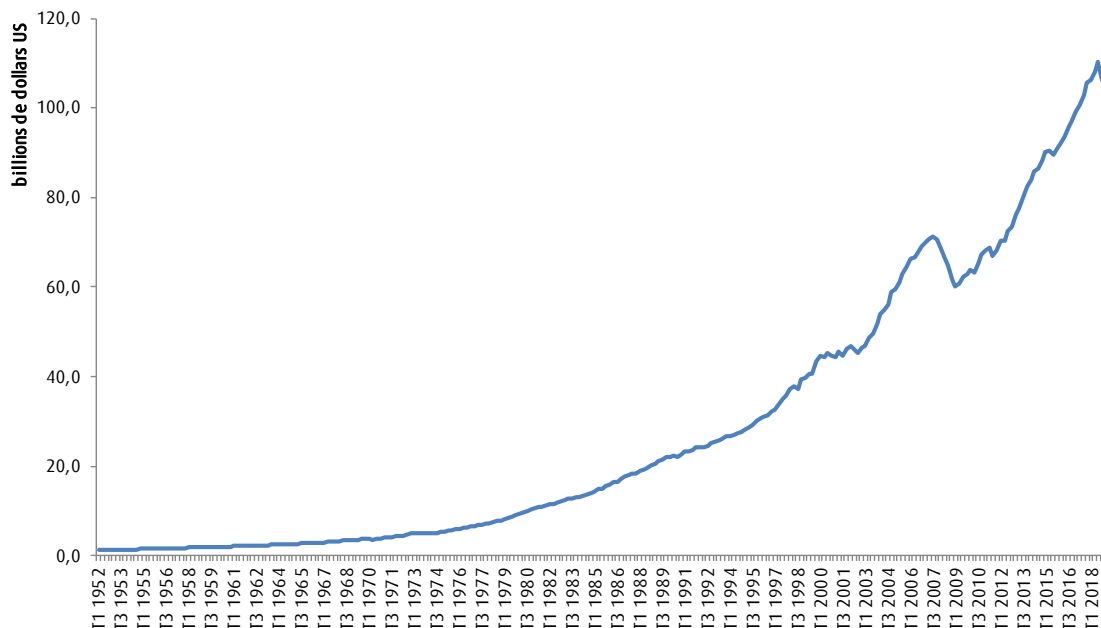
### États-Unis



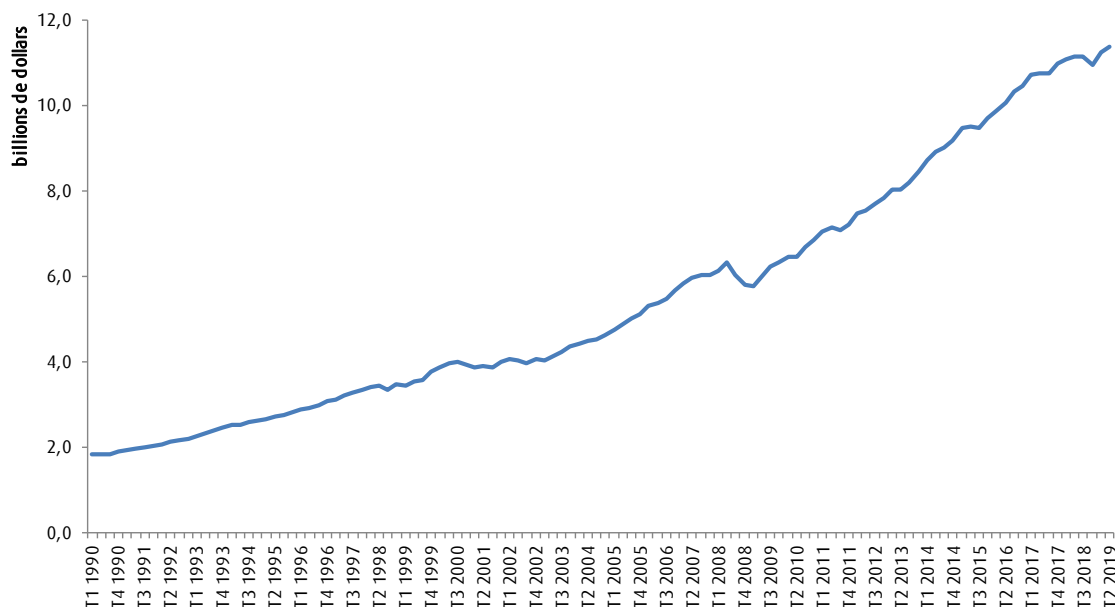
### Canada



## Patrimoine net des ménages américains



## Patrimoine net des ménages canadiens



Sources : FRED, Statistique Canada; le taux hypothécaire américain est le taux fixe à 15 ans; le taux hypothécaire canadien est le taux des prêts hypothécaires conventionnels d'une durée de cinq ans

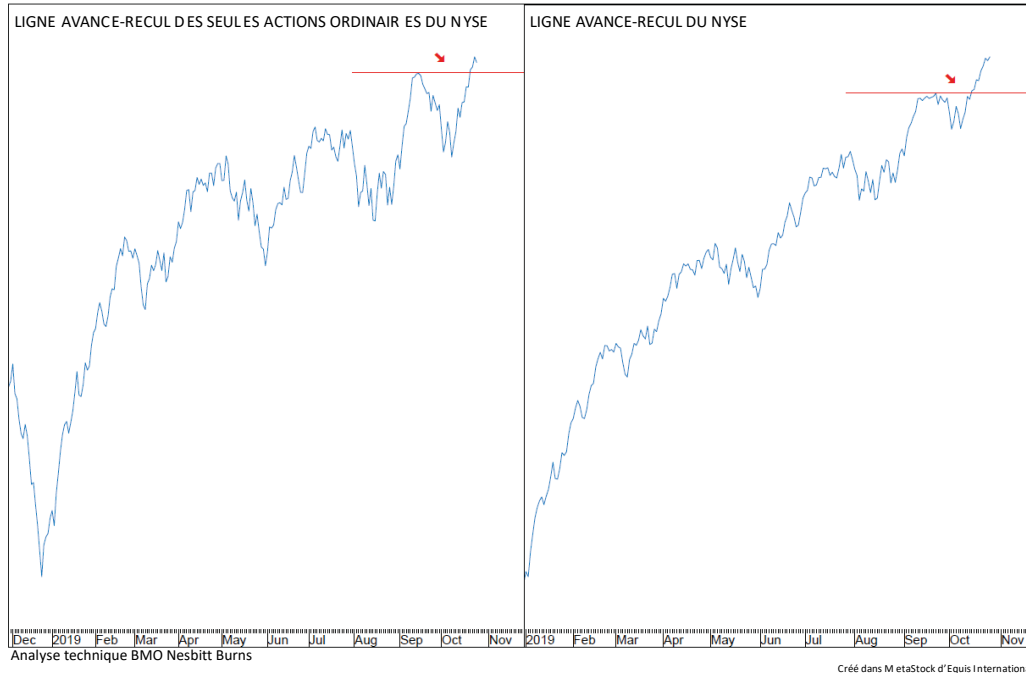
## L'analyse technique conforte notre évaluation optimiste des fondamentaux

Comme le souligne notre analyste technique Russ Visch : « Plusieurs améliorations notables survenues sur les marchés boursiers ces dernières semaines font penser que la prochaine évolution plurimensuelle des actions sera haussière. Ainsi, la ligne avance/recul du NYSE a atteint de nouveaux sommets historiques, le dégagement semble s'intensifier sur le marché obligataire et d'importantes ruptures de tendance s'observent dans des marchés baromètres comme l'Allemagne et le Japon. Plus récemment, l'indice équilibré S&P 500 des valeurs industrielles a rompu avec sa fourchette de négociation de deux



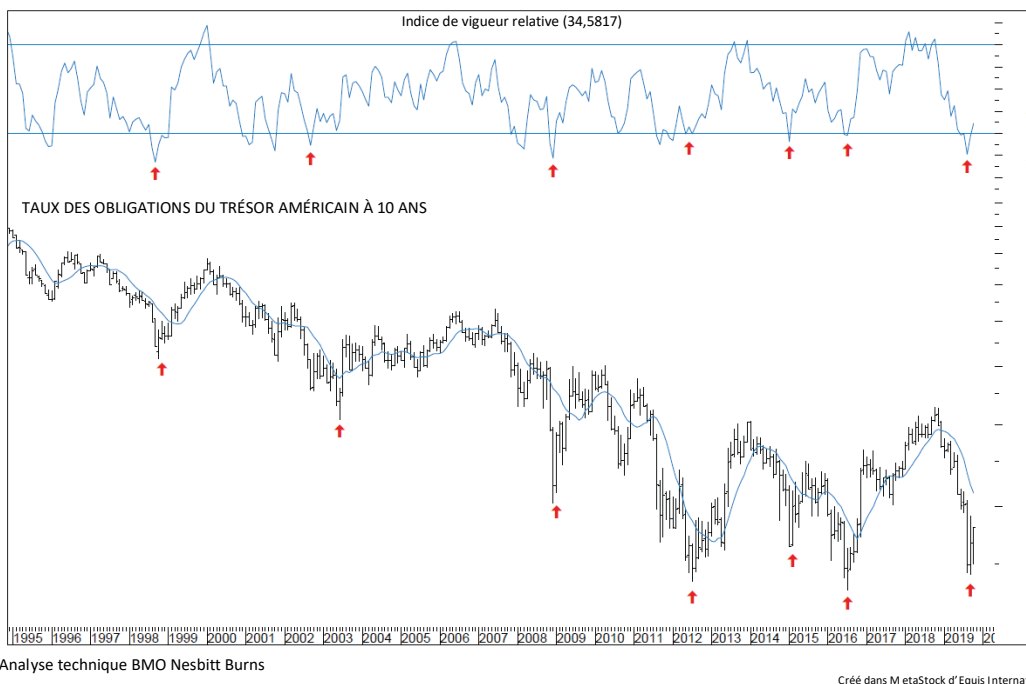
ans. Les malheurs récents de Boeing plombant l'indice traditionnel pondéré en fonction de la capitalisation, l'indice équipondéré reflète mieux la performance moyenne des valeurs industrielles. Ce secteur étant on ne peut plus sensible à la conjoncture économique, cette évolution est de bon augure pour l'ensemble des marchés. »

Figure 9 : Ligne avance/recul du NYSE



Source : Analyse technique BMO Nesbitt Burns

Figure 10 : Taux des obligations du Trésor américain à 10 ans

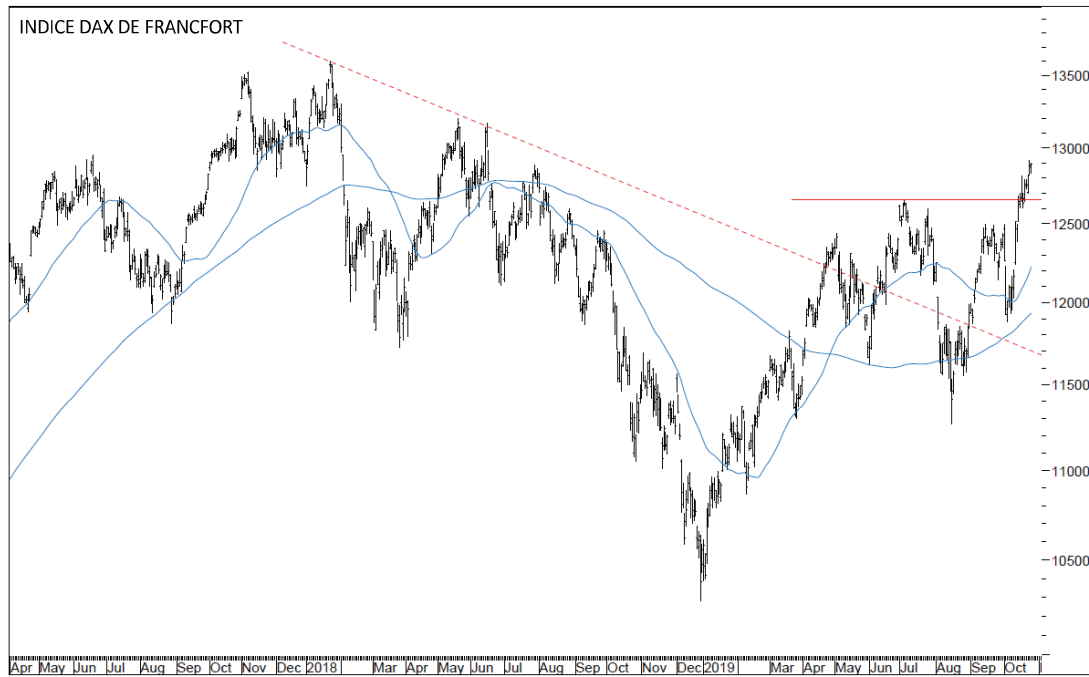


Analyse technique BMO Nesbitt Burns

Créé dans MetaStock d'Equis International

Source : Analyse technique BMO Nesbitt Burns

Figure 11 : Indice DAX de Francfort



Analyse technique BMO Nesbitt Burns

Créé dans MetaStock

Source : Analyse technique BMO Nesbitt Burns

Figure 12 : Indice Nikkei 225 de Tokyo

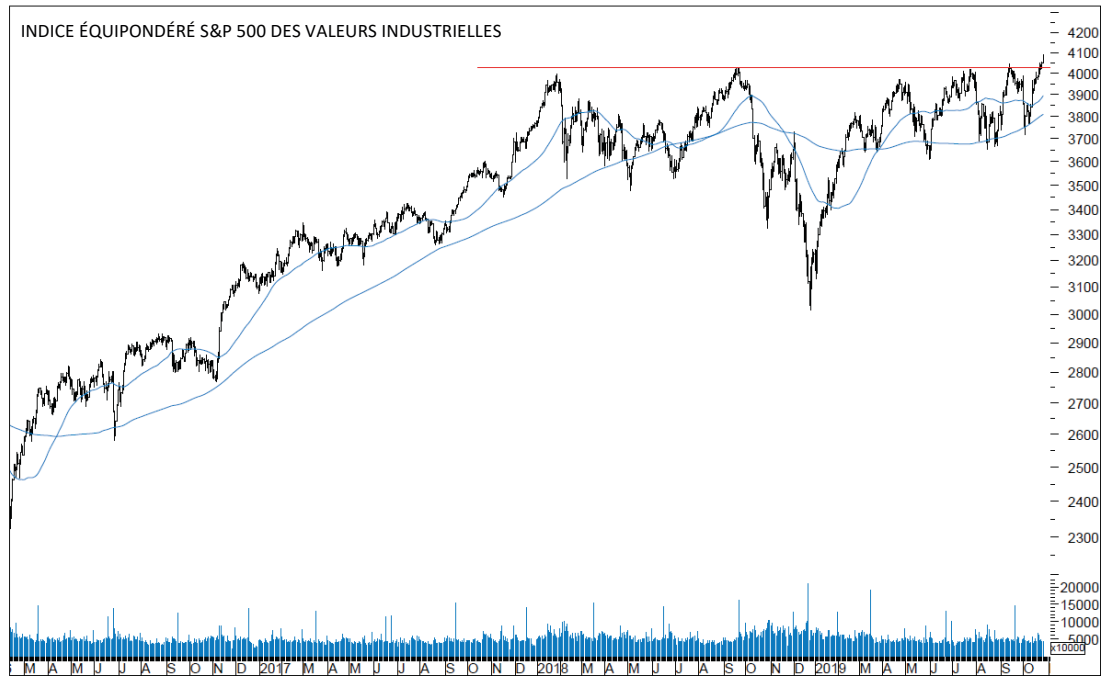


Analyse technique BMO Nesbitt Burns

Créé dans MetaStock

Source : Analyse technique BMO Nesbitt Burns

Figure 13 : Indice équi pondéré S&P 500 des valeurs industrielles



Analyse technique BMO Nesbitt Burns

Créé dans MetaStock d'Equis International

Source : Analyse technique BMO Nesbitt Burns

## Le point sur la juste valeur des actions

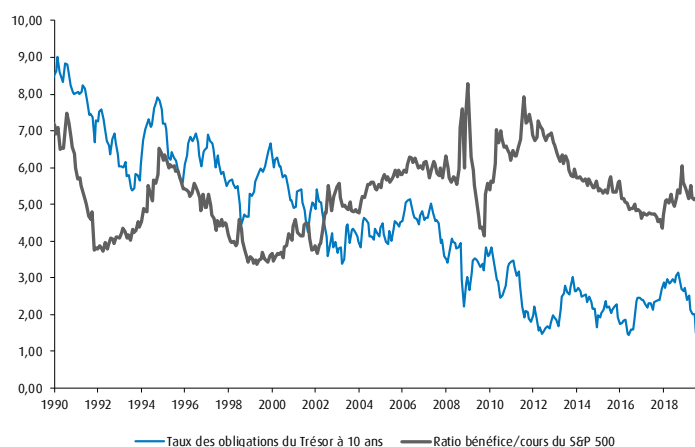
Nous avons mis à jour nos estimations de la juste valeur du TSX et du S&P en fonction d'un taux sans risque moins élevé pour l'obligation à 10 ans (que nous fixons maintenant à 3 %). Nous avons également mis à jour nos modèles en y intégrant les prévisions de BPA consensuelles pour 2019 et une prévision de croissance économique moins élevée pour les quelques années à venir afin de tenir compte du risque d'un ralentissement de l'économie.

Figure 14 : Juste valeur du S&P 500

	Valeur actualisée	% de la valeur	Croissance des bénéfices par action	Taux d'actualisation
Période 1 (2019-2022)	629,36 \$	18,9 %	6 %	9,0 %
Période 2 (2023-2027)	673,34 \$	20,2 %	5 %	9,0 %
Période 3 (2028 -)	2 022,89 \$	60,8 %	3 %	9,0 %
<b>Juste valeur (arrondie)</b>	<b>3 300 \$</b>	<b>100,0 %</b>	Consensus du BPA pour les 12 prochains mois Multiple final implicite	180 16,2 X
<b>Cours actuel (31 octobre 2019)</b>	<b>3 038 \$</b>		Obligations à 10 ans	3,0 %
<b>Potentiel de croissance</b>	9 %		Prime de risque historique liée aux actions	4,5 %
			Prime de risque supplémentaire	1,5 %
			Taux d'actualisation total	9,0 %

Sources : FactSet, BMO Nesbitt Burns

Figure 16 : Ratio bénéfice/cours du S&P 500 par rapport au taux de l'obligation du Trésor américain à 10 ans



Sources : Bloomberg, BMO Nesbitt Burns

Figure 18 : Rendement global des secteurs de l'indice S&P 500 en octobre 2019

Rend. glob. des sect. de l'ind. S&P 500 (%)	Cumul mensuel	Cumul annuel
Technologies de l'information	3,89	36,48
Immobilier	-0,16	26,44
Télécommunications	3,02	25,41
Services d'utilité publique	-0,76	24,44
Industrie	1,08	23,91
<b>Indice S&amp;P 500</b>	<b>2,17</b>	<b>23,16</b>
Biens de consommation de base	-0,15	23,10
Consommation discrétionnaire	0,34	22,88
Finance	2,41	22,49
Matériaux	0,04	17,16
Santé	5,12	11,04
Énergie	-2,29	3,57

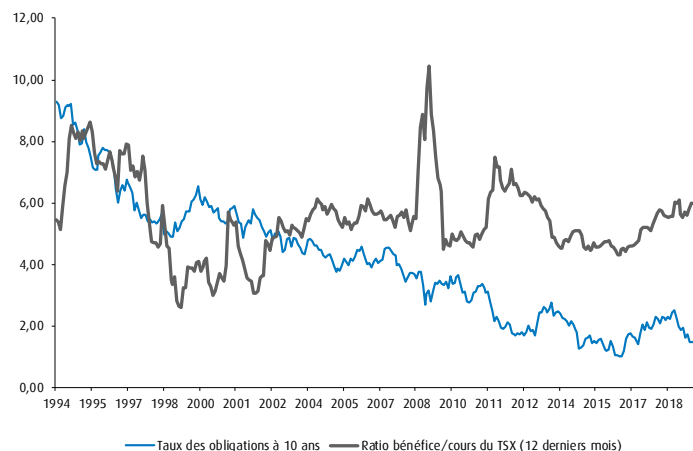
Au 31 octobre 2019  
Source : Bloomberg

Figure 15 : Juste valeur du S&P/TSX

	Valeur actualisée	% de la valeur	Croissance des bénéfices par action	Taux d'actualisation
Période 1 (2018-2022)	4 115,05 \$	22,2 %	5 %	9,0 %
Période 2 (2023-2027)	4 113,14 \$	22,2 %	3 %	9,0 %
Période 3 (2028 -)	10 307,90 \$	55,6 %	2 %	9,0 %
<b>Juste valeur (arrondie)</b>	<b>19 000 \$</b>	<b>100,0 %</b>	Consensus du BPA pour les 12 prochains mois Multiple final implicite	1 185 14,1 X
<b>Cours actuel (31 octobre 2019)</b>	<b>16 483 \$</b>		Obligations à 10 ans	3,0 %
<b>Potentiel de croissance</b>	15 %		Prime de risque historique liée aux actions	4,5 %
			Prime de risque supplémentaire	1,5 %
			Taux d'actualisation total	9,0 %

Sources : FactSet, BMO Nesbitt Burns

Figure 17 : Ratio bénéfice/cours de l'indice S&P/TSX par rapport au taux de l'obligation du gouvernement du Canada à 10 ans



Sources : Bloomberg, BMO Nesbitt Burns

Figure 19 : Rendement global des secteurs de l'indice S&P/TSX en octobre 2019

Rend. glob. des sect. de l'ind. comp. S&P/TSX (%)	Cumul mensuel	Cumul annuel
Technologies de l'information	-1,12	47,16
Services d'utilité publique	-0,95	33,53
Finance	0,41	20,69
Industrie	0,86	20,40
Immobilier	-2,69	18,33
Matériaux	2,93	18,24
<b>Indice composé S&amp;P/TSX</b>	<b>-0,86</b>	<b>18,08</b>
Biens de consommation de base	-4,48	13,68
Consommation discrétionnaire	-4,20	13,11
Télécommunications	-1,49	10,27
Énergie	-4,25	8,81
Santé	-4,53	-9,65

Au 31 octobre 2019  
Source : Bloomberg

## 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.**

BMO CM et BMO NBSL sont membres de la SIPC. <sup>MD</sup> BMO et le médaillon contenant le M souligné sont des marques de commerce déposées de la Banque de Montréal, utilisées sous licence. <sup>MD</sup> « Nesbitt Burns » est une marque de commerce déposée de BMO Nesbitt Burns Inc. Si vous êtes déjà client de BMO Nesbitt Burns, veuillez vous adresser à votre conseiller en placement pour obtenir de plus amples renseignements.