

Perspectives du marché pour 2023

La fin du tout gratuit? Peut-être simplement un retour à la normale

BMO Gestion privée de placements inc. | Décembre 2022

Brent Joyce, CFA
Stratège en chef, Placements
BMO Gestion privée de placements inc.

Table des matières

Sommaire	1
Aperçu	2
Inflation	4
Actions	6
Perspectives du marché boursier	7
Titres à revenu fixe	9
Perspectives du marché des titres à revenu fixe	11
Notre positionnement	11
Canada – Surpondération	12
États-Unis – Surpondération	12
Marchés développés internationaux – Sous-pondération	12
Marchés émergents – Pondération neutre	12
Le mot de la fin	13

Sommaire

Les marchés des actions et des obligations sont volatils et donnent du fil à retordre aux investisseurs depuis près d'un an. **Les marchés financiers s'adaptent à la réalité d'une inflation forte, de taux d'intérêt élevés, de liquidités moins accessibles, d'un ralentissement de la croissance et de l'intensification des tensions géopolitiques.**

L'économie mondiale ralentit. Le rythme de l'activité économique post-pandémie revient à la normale après la cadence effrénée de la réouverture en 2021. Pendant la pandémie de COVID-19, les banques centrales et les gouvernements ont inondé l'économie d'argent, mais ces interventions ont contribué à la forte inflation. Maintenant, les banques centrales resserrent leurs politiques monétaires expansionnistes et augmentent les taux d'intérêt pour contenir l'inflation galopante.

À notre avis, de nombreux marchés boursiers et obligataires ont fait des progrès importants pour s'adapter à la réalité actuelle. Nous entrevoyons de meilleures occasions de placement aujourd'hui qu'il y a un an.

Actions

Les marchés des actions doivent s'ajuster sur trois fronts : la complaisance à l'égard du risque, la hausse du taux sans risque et la trajectoire future de la croissance des bénéfiques.

La complaisance a fortement reculé dans le système. Les investisseurs avisés savent qu'investir lorsque la peur l'emporte sur la cupidité mène souvent à de bons résultats. Aujourd'hui, par rapport à il y a un an, la peur l'emporte sur la cupidité.

La hausse des taux des obligations et du taux sans risque approche de sa fin. Les grands vents auxquels faisaient face les actions se transforment en une légère brise, qui pourrait devenir favorable en 2023.

Les prévisions de croissance des bénéfiques pour 2023 sont modestes. La plupart des valorisations ont subi des ajustements sous leur moyenne sur 20 ans. Si l'économie connaît un atterrissage en douceur (sans récession et avec un affaiblissement de l'inflation) ou une récession superficielle (avec un affaiblissement de l'inflation), les deux scénarios sous-tendraient nos perspectives de base. Nous estimons que les actions pourront dégager des rendements totaux de l'ordre de 8 % à 12 % en 2023.

Titres à revenu fixe

Nous sommes d'avis que les marchés des titres à revenu fixe ont fait l'objet d'une réévaluation majeure. Les marchés obligataires escomptent un sommet de 4,75 % à 5,0 % pour le taux des fonds fédéraux américains et de 4,25 % à 4,5 % pour le taux directeur de la Banque du Canada. Selon nous, ces chiffres tiennent compte de toutes les modulations attendues. Si, contre toute attente, les banques centrales devaient arrêter leurs hausses avant d'atteindre ces niveaux, ce serait une bénédiction pour les titres à revenu fixe.

Bon nombre des déséquilibres insoutenables découlant des mesures extraordinaires prises pendant la pandémie ont été réduits. Les titres à revenu fixe sont actuellement mieux positionnés pour remplir leur double mandat, soit de procurer un rendement et d'atténuer les risques. Le taux de rendement de nos portefeuilles de titres à revenu fixe est plus attrayant maintenant qu'il ne l'a été depuis plus de dix ans (environ 5 % dans notre solution de titres à revenu fixe de base). La capacité des titres à revenu fixe à offrir une protection contre les pertes s'est améliorée.

Dans notre scénario de référence, notre estimation pour la fin de 2023 prévoit une accentuation de la courbe des taux, car les obligations canadiennes à 2 ans et à 10 ans devraient être capables d'atteindre un taux de rendement de 3,25 %. La volatilité sera présente tout au long de l'année, puisque les taux obligataires fluctueront à cause des craintes de récession et d'inflation, mais le revenu qui circule actuellement dans les portefeuilles devrait générer un rendement d'environ 5 % en 2023.

Notre positionnement

Nous restons assez proches de nos indices de référence stratégiques à long terme, tout en faisant quelques ajustements tactiques prudents. Pour 2023, nous privilégions une exposition accrue aux actions.

Nos placements dans les titres à revenu fixe demeurent légèrement sous-pondérés. Le revenu des coupons et les titres venant à échéance dans nos portefeuilles d'obligations sont réinvestis à des taux de rendement plus élevés. Nous sommes d'avis que nos positions obligataires offriront un certain degré de sécurité si une récession s'installe.

Nous maintenons la légère surpondération des actions. Nous sous-pondérons les marchés développés internationaux (principalement l'Europe et le Japon) et surpondérons les actions nord-américaines, tout en restant neutres sur les actions des marchés émergents.

L'année à venir commencera avec un risque de baisse et (espérons-le) un affaiblissement de l'inflation, mais sans récession (ou peut-être une récession légère). Nous entrevoyons de meilleures occasions de placement pour la prochaine année. Après cette année difficile, marquée par la volatilité des marchés boursiers et obligataires, tout le monde sera heureux d'un retour à la normale.

Aperçu

Le monde tente de s'ajuster, toujours aux prises avec les contrecoups de la pandémie et, dans une moindre mesure, les effets de la crise financière de 2009 qui s'estompent, et ce, après des années (des décennies, dans certains cas) d'accès gratuit, ou du moins à très bon marché, à des ressources clés, telles que l'argent, le carbone et la main-d'œuvre.

Ces « bonbons » ont permis à la Chine de produire de grandes quantités de biens à prix réduit, ce qui a avantagé à la fois la Chine et les consommateurs occidentaux. Le libre-échange a fait baisser les coûts des multinationales et, grâce à la collaboration plus étroite entre les pays, rendu le monde plus sûr. Cependant, il a aussi créé une concurrence internationale pour la main-d'œuvre et érodé le pouvoir du travailleur moyen. Personne ne se plaignait vraiment, car l'inflation était léthargique (grâce, encore, au libre-échange et à la possibilité d'émettre gratuitement du carbone). L'argent gratuit a permis d'acheter des maisons plus grandes et des voitures plus grosses, et stimulé la consommation en général. Au bout du compte, le libre-échange est une bonne chose si les mêmes règles s'appliquent à tous – il peut faire grossir la part du gâteau de tout le monde.

L'émission sans restriction de carbone s'est traduite par des déplacements bon marché et des transports moins coûteux. En fait, tout était moins cher. L'environnement a absorbé les coûts cachés (qui ne le sont plus vraiment aujourd'hui). L'argent à bon marché a fait grimper les prix des actifs (immobilier, actions, obligations) et alourdi l'endettement des ménages, des entreprises et des gouvernements.

Désormais, le monde change et les marchés financiers s'ajustent à la nouvelle réalité. Certains de ces changements ne sont qu'un réjouissant retour à la normale.

Le recul du libre-échange que nous observons actuellement n'est pas positif, mais le fait que nous amorçons une ère où la tarification du carbone sera plus appropriée fera en sorte que les coûts de main-d'œuvre et d'emprunt le seront, positifs, à long terme. La hausse de l'inflation est, souhaitons-le, une conséquence temporaire.

La hausse des salaires est avantageuse pour les populations à faible revenu, en particulier lorsque les disparités provoquent des troubles sociaux. Le resserrement des marchés du travail découle de plusieurs facteurs : les données démographiques (les départs massifs à la retraite sont un phénomène bien réel), l'immigration et l'inadéquation des compétences, entre autres. Ce sont des enjeux à moyen et à long terme auxquels la société doit s'attaquer. D'autres facteurs liés à l'offre entrent en jeu, comme l'automatisation, la numérisation et l'intelligence artificielle. L'augmentation des salaires est la seule solution à court terme, en attendant que ces autres facteurs s'ajustent. La bonne nouvelle, c'est que la hausse des salaires stimule la consommation.

L'environnement doit être exploité à juste prix. Selon les normes historiques, les prix actuels du pétrole ne sont pas exorbitants. En tenant compte de l'inflation, le prix moyen du baril de pétrole depuis 2000 a été d'environ 75 \$ US. Le monde peut et devrait être capable de fonctionner avec un baril de pétrole se situant entre 80 \$ US et 100 \$ US. La hausse du prix du pétrole freinera notre appétit pour l'or noir et favorisera les solutions non traditionnelles.

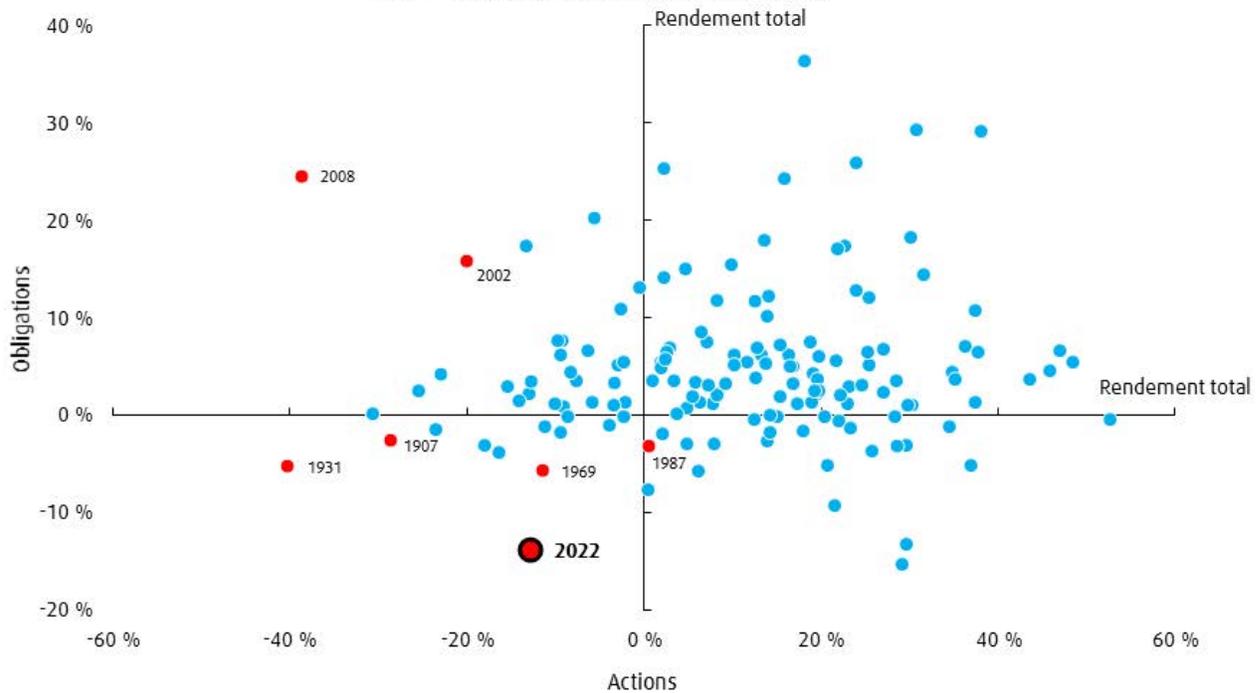
Les taux d'intérêt nuls ou négatifs ne sont ni normaux ni sains. Et des taux qui tournent autour de 5 % ne sont pas élevés – ils sont normaux. Depuis 1870, le taux de rendement moyen des obligations d'État américaines à long terme est de 4,5 %. Le taux de rendement d'une obligation du gouvernement du Canada à 10 ans est de 3,3 % en moyenne depuis les 25 dernières années; au moment d'écrire ces lignes, il se monte en effet à 2,9 %. Aujourd'hui, les investisseurs peuvent choisir parmi une foule de titres à revenu fixe encore plus attrayants. À la fin du troisième trimestre, la composante à revenu fixe des portefeuilles de nos clients leur procurait un rendement de l'ordre de 5 %.

Les taux d'intérêt correspondent au prix de l'argent, et l'argent gratuit n'est pas souhaitable, car il fausse les incitatifs liés aux prix qui sont nécessaires dans l'économie. Les années d'argent à bon marché ont donné un faux sentiment de sécurité aux entreprises qui n'auraient pas pu survivre sans argent facile. Une telle abondance n'encourage pas l'innovation, le travail acharné et la concurrence. En outre, la hausse des coûts d'emprunt se traduit par un revenu d'intérêts plus élevé pour certains, notamment les épargnants.

La correction de ces déséquilibres a donné lieu à une année particulièrement difficile, où les résultats à la fois des actions et des obligations ont été négatifs, phénomène rare. En plus de 150 ans de données sur les marchés boursiers et obligataires aux États-Unis (voir la figure 1 : Une raclée historique pour les actions et les obligations), 2022 a procuré parmi les pires résultats combinés. **Les investisseurs à long terme doivent reconnaître que les douloureux rendements de cette année sont l'exception, et non la norme.** En plus de 40 ans de données enregistrées au Canada, les investisseurs ont fait des gains, sur une base trimestrielle, sur les actions ou les obligations (ou les deux) 92 % du temps.

Figure 1 : Une raclée historique pour les actions et les obligations

Rendements par année civile des actions et des titres à revenu fixe américains
1872 – 2022 CAC (au 30 novembre 2022)



Sources : Base de données Macrohistory de l'Université de Bonn (1872 – 2020); Bloomberg (2021 – 2022)

Les marchés sont tournés vers l'avenir; il est dans leur nature de faire parfois mieux, parfois moins bien que prévu. L'économie mondiale ralentit. On s'attendait à ce que le rythme effréné post-pandémie de l'activité économique de 2021 ralentisse. Maintenant, le ralentissement est délibéré, nourri qu'il est par les banques centrales qui augmentent les taux d'intérêt pour contenir l'inflation beaucoup trop élevée.

Les marchés boursiers et obligataires sont volatils et donnent du fil à retordre aux investisseurs depuis près d'un an. Mais de telles conditions de marché ne durent pas éternellement. De nombreux marchés boursiers et obligataires ont fait des progrès importants pour s'adapter à la réalité actuelle. Nous entrevoyons maintenant de meilleures occasions de placement qu'il y a un an.

Inflation

L'inflation est un symptôme, et non la maladie. Comme la fièvre qui signale la maladie et contribue au processus de guérison, l'inflation est un signe de trouble et une partie de la solution. C'est simplement parce qu'il y avait trop d'argent pour trop peu de biens et de services. La hausse des prix contribue à corriger ce déséquilibre en réduisant la demande et en encourageant l'augmentation de l'offre.

L'épargne accumulée pendant la pandémie a aggravé le problème. Cela dit, cette réserve d'argent protège aussi l'économie contre l'impact de la hausse des taux d'intérêt et des prix. Voilà l'une des raisons pour lesquelles la récession – s'il devait y en avoir une – sera probablement modérée.

Les problèmes liés à la chaîne d'approvisionnement, responsables de l'inflation du prix des biens, s'atténuent rapidement. Du côté des services, l'inflation demeure problématique; les salaires et le coût des logements constituent la préoccupation la plus importante.

La hausse des taux d'intérêt a une incidence rapide et marquée sur le marché de l'habitation. Les banques centrales savent qu'il faudra du temps, toutefois, pour que les taux plus élevés se fassent ressentir au-delà du marché de l'habitation et finissent par

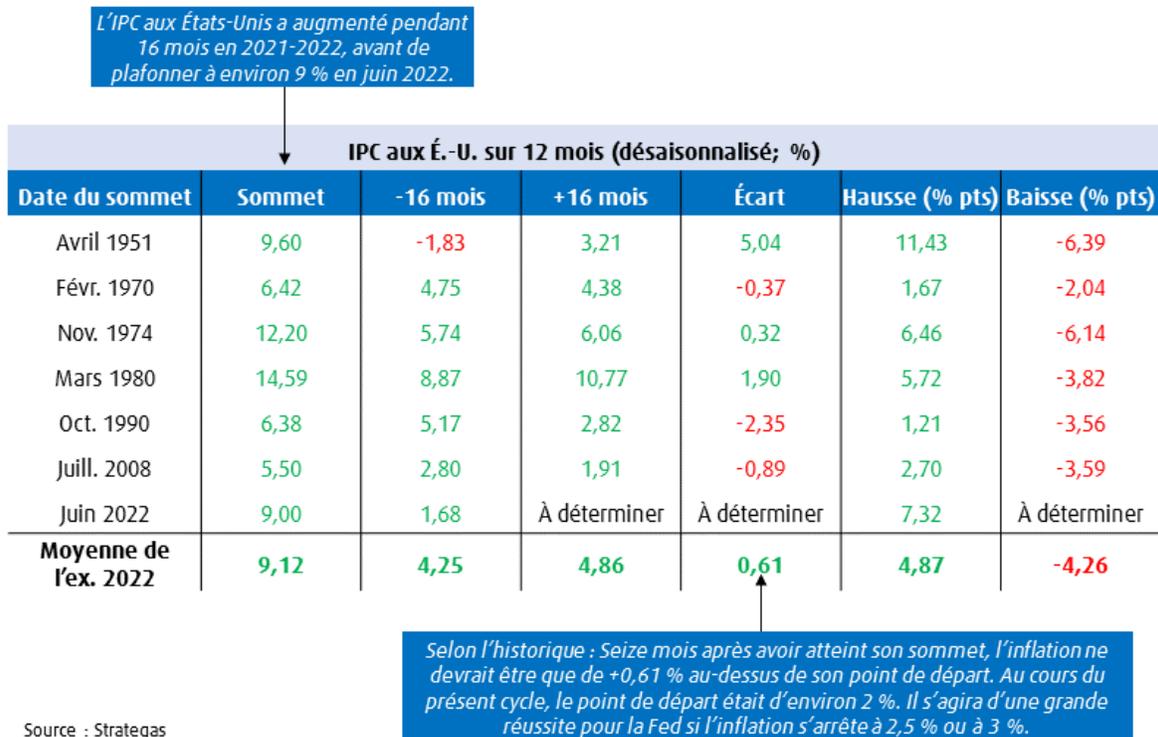
ralentir l'inflation. Les marchés du travail sont parmi les plus lents à réagir. Les salaires pourchassent l'inflation (ce qu'on appelle la redoutable spirale salaires-prix). Le chômage est le dernier domaine à réagir à un ralentissement ou à une récession.

Le mandat des banques centrales est de créer les conditions propices au plein emploi et à la stabilité des prix. À l'heure actuelle, ces deux objectifs sont en conflit. La stabilité des prix n'est pas du tout atteinte, alors que le plein emploi atteint sa cible ou la dépasse. Pour le moment, la stabilité des prix a préséance sur l'emploi. Afin d'éviter la spirale salaires-prix difficile à casser, il faudra que le marché du travail s'affaiblisse au cours de la prochaine année. Le nombre de postes à pourvoir doit diminuer, tandis que le chômage pourrait devoir augmenter.

Jusqu'à présent, les sociétés ont protégé leurs marges bénéficiaires en transférant les hausses de prix (l'incarnation même de l'inflation) et les consommateurs ont continué de dépenser, grâce à leur épargne et au marché de l'emploi vigoureux. Pour que l'inflation ralentisse, cette situation doit changer (ce qui semble se produire selon des signes précurseurs). Lorsque les consommateurs deviendront plus sensibles aux prix et plus économes, les entreprises seront forcées de réduire leurs coûts en gelant l'embauche et en mettant à pied des employés plutôt qu'en augmentant les prix. Cet équilibre délicat aura une incidence sur les bénéfices des sociétés en 2023.

Selon nous, l'inflation peut chuter rapidement (un sujet qui suscite de grands débats). Pour l'avenir, nous entrevoyons une combinaison de facteurs : une compression des marges des sociétés, des stocks gonflés (ce qui entraînera la réduction des prix), un recul des prix des matières premières et un ralentissement marqué du marché de l'habitation, ce qui fera baisser l'inflation. En fait, les États-Unis ont connu de nombreux épisodes de hausse rapide de l'inflation, suivie d'un ralentissement tout aussi marqué (voir la figure 2 : L'inflation aux États-Unis : un historique de symétrie). Essentiellement, les prix élevés ne peuvent être guéris que par des prix élevés. Cette tendance porterait l'inflation aux États-Unis dans une fourchette de 2,5 % à 3 % d'ici l'automne 2023, ce qui serait une grande réalisation. Ce scénario n'est pas garanti, mais une inflation éternelle et des taux d'intérêt de 5 % à 6 % non plus.

Figure 2 : L'inflation aux États-Unis : un historique de symétrie



Actions

À l’approche de 2022, les marchés des actions ont dû s’ajuster sur trois fronts : leur complaisance à l’égard du risque, la hausse du taux sans risque et la trajectoire à venir de la croissance des bénéfices.

Complaisance : Le risque fait partie intégrante des placements en bourse. Pas de risque, pas de rendement. À l’aube de 2022, les investisseurs faisaient preuve d’une grande complaisance à l’égard du risque. Cette attitude change heureusement, et c’est une bonne chose.

Si vous voulez voir ce qui peut arriver lorsqu’on ignore le risque, regardez les cryptomonnaies et les plateformes d’échange, les actions en vogue et les sociétés d’acquisition à vocation particulière (SAVC). *En résumé, un titre en vogue voit augmenter son cours de façon spectaculaire sous l’effet d’un battage publicitaire sur les médias sociaux plutôt qu’en raison des paramètres fondamentaux de la société. Les SAVC sont des coquilles vides qui recueillent des fonds dans la perspective d’utiliser des stratégies de fusion et d’acquisition pour créer de la valeur.* Tout ce qu’il reste de ces anciennes coqueluches du marché, ce sont leurs restes encore fumants, dont la presse financière se régale.

La complaisance a fait oublier au marché boursier les paramètres fondamentaux des sociétés (voir la figure 3 : l’indice S&P 500 est allé trop loin). Entre janvier 2017 et janvier 2022, le rendement total de l’indice S&P 500 a bondi de 133 % (un rendement annualisé de 18,4 %). C’est deux fois le taux de rendement historique à long terme des actions américaines. Au 30 novembre 2022, le taux de rendement total sur cinq ans de l’indice S&P 500 est de 68 % (10,95 % annualisé), ce qui est beaucoup plus près de la moyenne à long terme. Pendant une décennie, les reculs ont rapidement été effacés par des reprises en V, berçant davantage les investisseurs de l’illusion que les actions ne font que monter, et que les marchés baissiers ne durent que des semaines, et non des trimestres.

Figure 3 : L’indice S&P 500 est allé trop loin

Rendement total de l’indice S&P 500
De janvier 2017 au 30 novembre 2022



Source : Bloomberg

Les reculs prolongés sur les marchés boursiers sont peu fréquents, mais ils ne sont pas inhabituels. Pour l’investisseur discipliné, les pertes de 2022 ont été douloureuses. Cependant, l’investisseur moins discipliné a payé un prix encore plus élevé. Nous estimons que la purge de la complaisance est en grande partie terminée.

Un meilleur prix pour le risque : Le taux de rendement sans risque offert aux investisseurs s'est effondré au plus profond de la pandémie (le taux de rendement des obligations d'État est la mesure la plus souvent citée du taux sans risque). La détermination des banques centrales à sauver le monde en abaissant les taux d'intérêt a fait chuter les taux des obligations d'État à des niveaux sans précédent. Pendant la pandémie, les interventions budgétaires et monétaires ont soutenu la société de façon spectaculaire jusqu'à l'arrivée, en un temps record, des vaccins.

Or, la faiblesse sans précédent des taux d'intérêt et la quantité de capitaux disponibles ont alimenté la frénésie boursière (et semé les graines de l'inflation qui nous frappe aujourd'hui). Les cours des actions de toutes les sociétés – bonnes ou mauvaises – ont profité des taux d'intérêt peu élevés et des liquidités abondantes.

À l'instar du phénix qui renaît de ses cendres, le taux sans risque des obligations a regagné un niveau plus normal sur le plan historique. Les cours des actions, qui étaient gonflés par le faible taux sans risque, ont fait volte-face vu le taux sans risque maintenant plus élevé. La bonne nouvelle, c'est que nous considérons que cet ajustement est en grande partie derrière nous.

Croissance des bénéfiques : La croissance des bénéfiques est l'élément vital du cours des actions. Les investisseurs achètent une part d'une entreprise parce qu'ils croient qu'elle sera gérée de façon rentable : les bénéfiques financent les dividendes et la croissance, les conditions nécessaires à l'augmentation du cours d'une action. Dans l'ensemble, les bénéfiques des sociétés sont fortement corrélés à la santé de l'économie. C'est donc sans surprise que les bénéfiques qui se sont effondrés pendant la pandémie ont rebondi en 2021 et en 2022.

Les bénéfiques des sociétés feront face à des vents contraires en 2023. Les baisses de 20 % à 40 % par rapport aux sommets atteints par divers marchés boursiers mondiaux en 2022 laissent entrevoir des perspectives de bénéfiques médiocres pour le début de 2023.

Qu'est-ce que tout cela signifie? La complaisance a en bonne partie été éliminée du système. Investir lorsque la peur l'emporte sur la cupidité mène souvent à de bons résultats. Aujourd'hui, par rapport à il y a un an, la peur est plus importante que la cupidité, ce qui est bien.

La hausse des taux des obligations et du taux sans risque est plus proche de sa fin que de son début. Les grands vents auxquels faisaient face les actions se transforment en une légère brise et pourraient même devenir favorables en 2023.

Perspectives du marché boursier

Les valorisations ont subi des ajustements sous leur moyenne sur 20 ans (voir la figure 4 : Réévaluation des marchés boursiers mondiaux). **Les prévisions de croissance des bénéfiques pour 2023 sont modestes** (voir la figure 5 : Du bouleversement de la pandémie à la stabilisation de la croissance des bénéfiques). Les bénéfiques pourraient créer la surprise, étant donné que la demande demeure vigoureuse. N'oubliez pas qu'une demande trop forte est un facteur important d'inflation. À l'heure actuelle, le consommateur est en bonne santé, les postes à pourvoir sont trop nombreux et les salaires augmentent trop. Pour ce qui est des problèmes économiques, ceux-ci sont préférables à leur contraire.

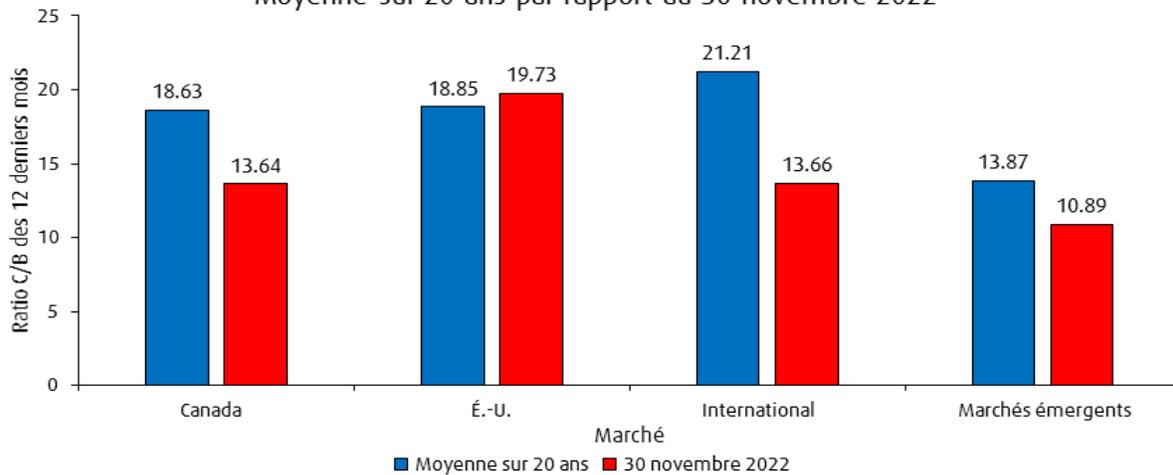
Notre scénario de référence prévoit un atterrissage en douceur de l'économie – pas de récession et l'inflation ralentit, ou la récession est superficielle et l'inflation ralentit. Dans ces scénarios, nous estimons que les actions pourraient générer des rendements totaux d'environ 8 % à 12 % en 2023. Ces rendements s'ajoutent aux marchés qui auraient déjà progressé de 10 % à 12 % par rapport à leurs creux de 2022. Nos cibles sont de 22 000 pour l'indice composé S&P/TSX et de 4 400 pour l'indice S&P 500.

Même si nous sommes optimistes à l'égard des actions, la voie à suivre sera inégale. Il est peu probable que l'inflation diminue de façon linéaire. Le ralentissement de l'économie et le rétrécissement des marges ne sont généralement pas un terreau fertile pour les titres boursiers. Toutefois, de nouveaux marchés haussiers voient le jour en période de récession; le marché n'a pas besoin qu'on lui donne le feu vert pour bouger. **Compte tenu du point de départ actuel, l'avenir semble plus prometteur en 2023 qu'il y a un an.**

Figure 4 : Réévaluation des marchés boursiers mondiaux

Ratio cours-bénéfice actuel par rapport à la moyenne historique de certains marchés boursiers mondiaux

Moyenne sur 20 ans par rapport au 30 novembre 2022

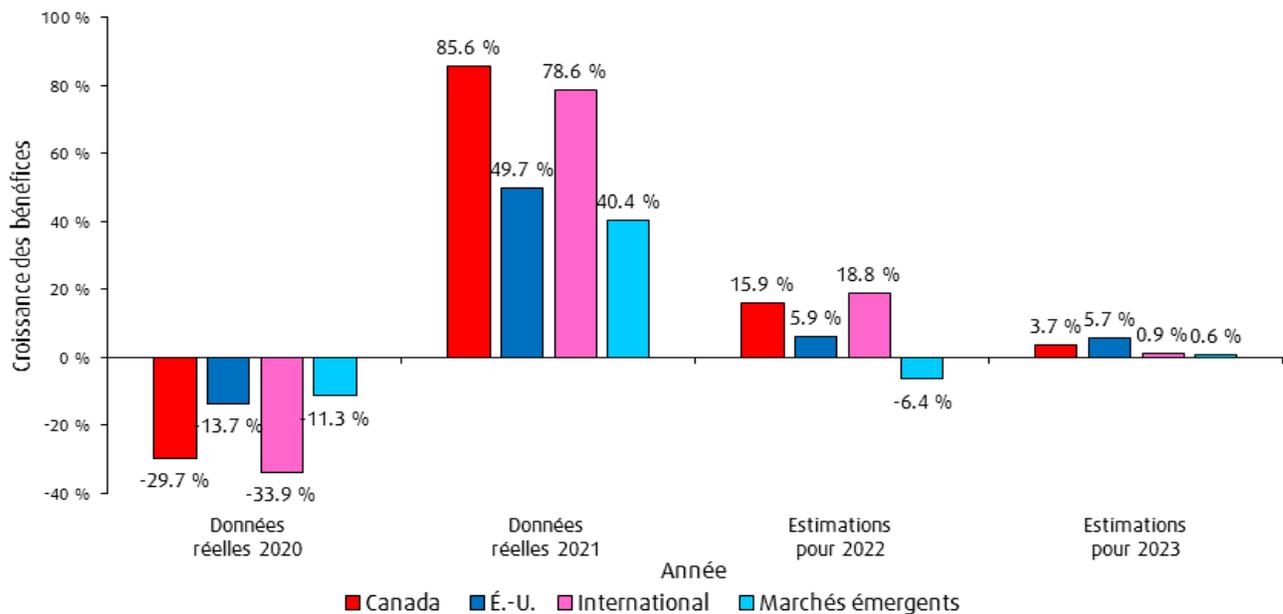


Les données du Canada sont basées sur l'indice composé S&P/TSX; États-Unis, indice S&P 500; International, indice MSCI EAE0; Marchés émergents, indice MSCI Marchés émergents

Source : Bloomberg

Figure 5 : Du bouleversement de la pandémie à la stabilisation de la croissance des bénéfices

Prévisions de croissance des bénéfices pour certains marchés boursiers mondiaux au 5 décembre 2022



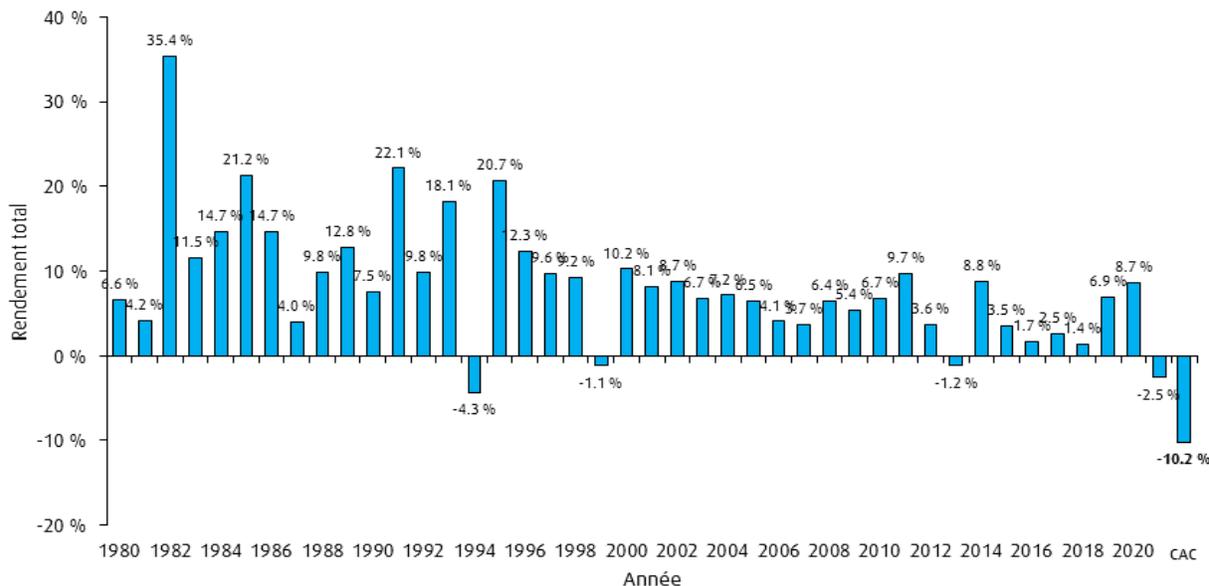
Les données du Canada sont basées sur l'indice composé S&P/TSX; États-Unis, indice S&P 500; International, indice STOXX Europe 600; Marchés émergents, indice iShares MSCI Marchés émergents

Source : FactSet

Titres à revenu fixe

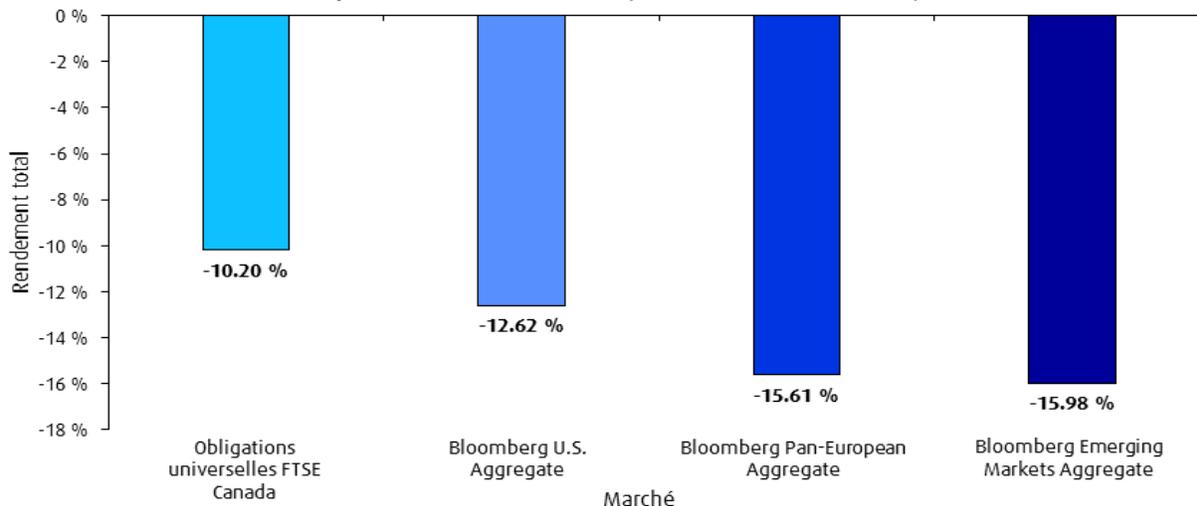
La hausse des taux d'intérêt et des taux obligataires, conjuguée à l'élargissement des écarts de taux, a produit les pires rendements depuis le début de l'année pour les investisseurs en titres à revenu fixe canadiens, qui viennent probablement de traverser la pire année civile (voir la figure 6 : La pire année jamais enregistrée pour les obligations canadiennes). Les investisseurs en titres à revenu fixe ont également souffert ailleurs dans le monde (voir la figure 7 : Le Canada est en mauvaise compagnie, mais il s'en sort mieux). Les difficultés partagées reflètent le point de départ commun. Exception faite de la Chine, l'inflation est généralisée; il y avait de l'argent gratuit dans tous les marchés des pays développés.

Figure 6 : La pire année jamais enregistrée pour les obligations canadiennes
Rendement total de l'indice des obligations universelles FTSE Canada
1980 - 2022 CAC (au 30 novembre 2022)



Source : Morningstar

Figure 7 : Le Canada est en mauvaise compagnie, mais il s'en sort mieux
Rendement total de certains marchés obligataires mondiaux
Depuis le début de 2022 (au 30 novembre 2022)



Source : Bloomberg

Afin de contrer la crise financière de 2009, puis la pandémie, les banques centrales ont adopté des mesures extraordinaires pour faire baisser les taux d'intérêt et les taux obligataires à des niveaux sans précédent, et elles ont saturé l'économie d'argent. Les mesures de relance qu'elles ont prises ont contribué à l'inflation problématique d'aujourd'hui. Les banques centrales s'emploient maintenant à mettre fin à ces politiques extraordinaires (voir la figure 8 : Les banques centrales augmentent les taux pour contrer l'inflation). En réaction, les taux de rendement des obligations ont monté (voir la figure 9 : Les taux des obligations canadiennes sont en phase avec ceux de la BdC). Le retrait des mesures de relance extraordinaires des banques centrales (et des gouvernements) signifie également que l'économie roule mieux et qu'elle n'a plus besoin de soutien, ce qui est positif.

Figure 8 : Les banques centrales relèvent les taux pour contrer l'inflation

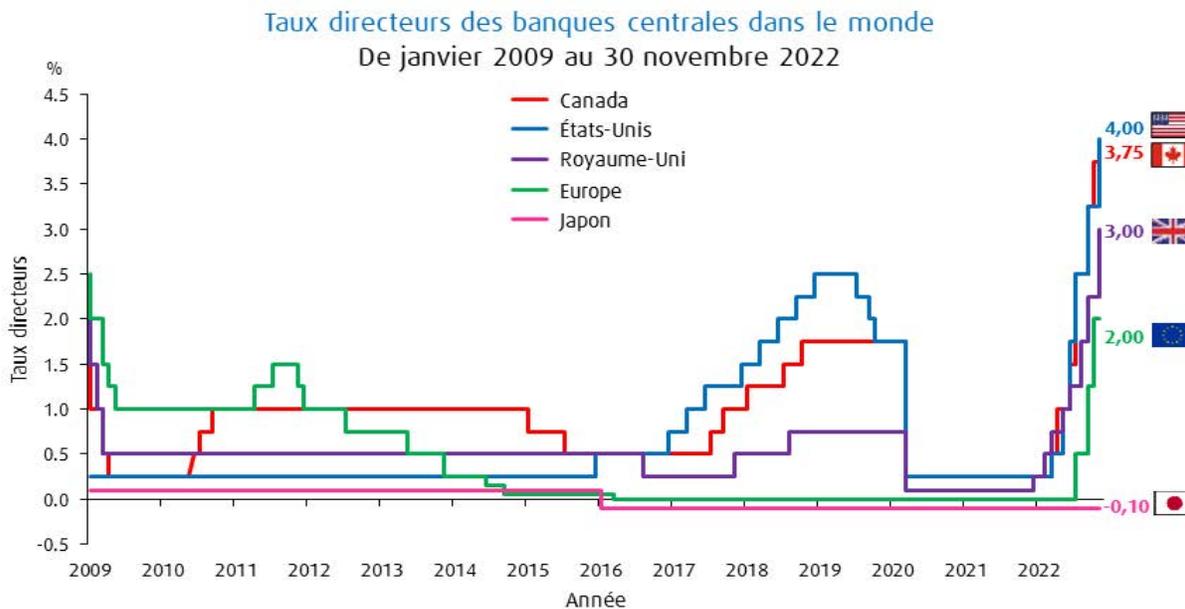
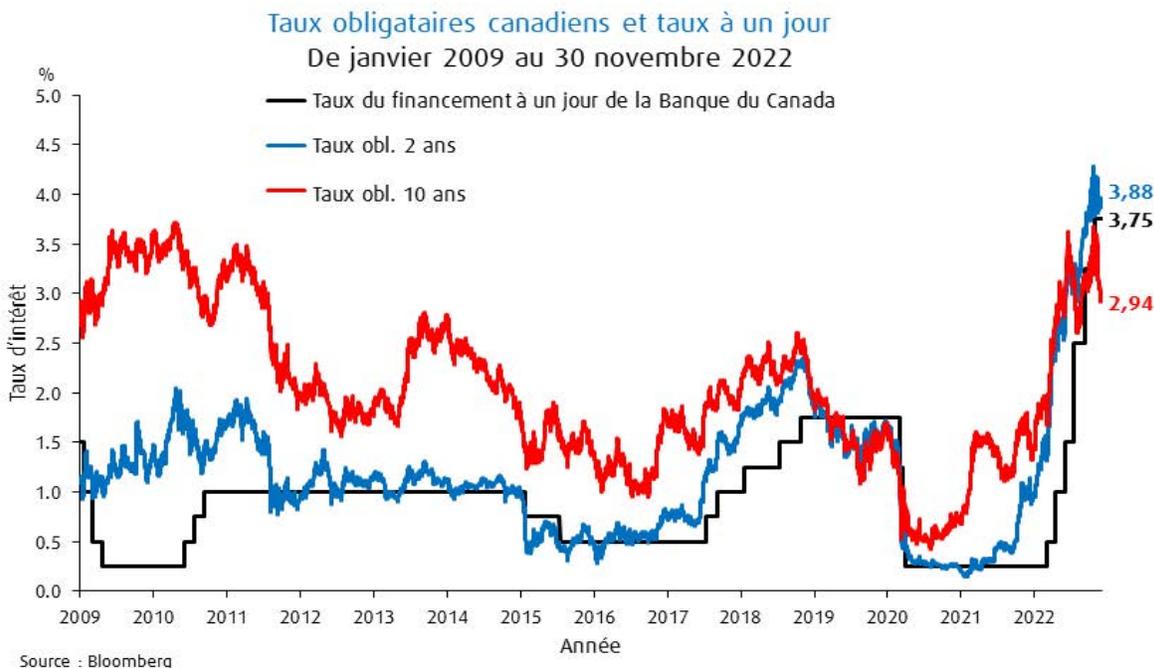


Figure 9 : Les taux des obligations canadiennes sont en phase avec ceux de la BdC



Comme les marchés obligataires sont tournés vers l'avenir, ils ont intégré les interventions des banques centrales et les attentes d'autres interventions. Les marchés des obligations anticipent un sommet de 4,75 % à 5,0 % pour le taux des fonds fédéraux et de 4,25 % à 4,50 % pour le taux de la Banque du Canada. Selon nous, ces chiffres tiennent compte de toutes les modulations attendues. Si, contre toute attente, les banques centrales devaient arrêter leurs hausses avant d'atteindre ces niveaux, ce serait une bénédiction pour les investisseurs en titres à revenu fixe.

Atteindre des taux obligataires plus élevés ne se fait pas sans casser d'œufs, mais la douleur s'atténue par la suite, car la composante « revenu » des titres à revenu fixe compense les sacrifices faits (voir la figure 10 : Rendement actuel des obligations).

Figure 10 : Rendement actuel des obligations

Rendement de l'indice des obligations universelles FTSE Canada par cote de crédit		
Cote	Novembre 2021	Novembre 2022
AAA/AA	1,63 %	4,74 %
A	2,48 %	4,91 %
BBB	2,86 %	5,31 %

Source: FTSE Russell

Perspectives du marché des titres à revenu fixe

Bon nombre des déséquilibres insoutenables découlant des mesures extraordinaires prises pendant la pandémie ont été réduits. Les titres à revenu fixe sont actuellement mieux positionnés pour remplir leur double mandat, soit de procurer un rendement et d'atténuer les risques. Le taux de rendement de nos portefeuilles de titres à revenu fixe est plus attrayant maintenant qu'il ne l'a été depuis plus de dix ans (environ 5 % dans notre solution de titres à revenu fixe de base), tandis que la capacité des titres à revenu fixe à offrir une protection contre les pertes s'est améliorée. Si l'économie devait se détériorer rapidement (ce scénario n'est pas notre scénario de base, mais les probabilités qu'il se concrétise ont augmenté), les banques centrales cesseront d'augmenter les taux d'intérêt et commenceront probablement à les diminuer. Dans ce scénario, les taux de rendement des obligations baisseraient probablement, générant des rendements positifs de 6 % à 9 %.

Dans notre scénario de référence, notre estimation pour la fin de 2023 prévoit une accentuation de la courbe des taux, car les obligations canadiennes à 2 ans et à 10 ans devraient être capables d'atteindre un taux de rendement de 3,25 %. La volatilité sera présente tout au long de l'année, puisque les taux obligataires fluctueront à cause des craintes de récession et d'inflation, mais le revenu qui circule actuellement dans les portefeuilles générera un rendement d'environ 5 % en 2023.

Notre positionnement

Nous restons proches de nos indices de référence stratégiques à long terme, en faisant quelques ajustements tactiques prudents. En période de turbulences, les investisseurs sont mieux servis lorsque le portefeuille est bien équilibré et s'appuie sur une solide fondation. **Pour 2023, nous privilégions une exposition accrue aux actions** (voir la figure 11 : Sommaire de notre stratégie et perspectives des catégories d'actif).

Nos placements dans les titres à revenu fixe demeurent légèrement sous-pondérés. La baisse des taux obligataires jusqu'à la fin de 2022 pourrait n'être qu'une correction excessive de courte durée. Dans l'ensemble, le marché des titres à revenu fixe s'est ajusté pour tenir compte de la trajectoire probable de la croissance, de l'inflation et des interventions des banques centrales. De plus, le revenu des coupons et les titres venant à échéance dans nos portefeuilles d'obligations sont réinvestis à des taux de rendement plus élevés. Nous sommes d'avis que nos positions obligataires offriront un certain degré de sécurité si une récession s'installe.

En règle générale, la composante des titres à revenu fixe de nos portefeuilles est structurellement conçue pour privilégier l'augmentation des taux de rendement, la diversification et la sensibilité moindre aux fluctuations des taux d'intérêt (duration plus courte). Ces qualités nous ont bien servis dans la conjoncture difficile de cette année.

Nos portefeuilles comprennent une combinaison de placements en titres à revenu fixe traditionnels (titres à revenu fixe de base) ainsi que des stratégies satellites génératrices d'alpha (composantes satellites). Nos composantes satellites donnent accès à des stratégies de titres à revenu fixe spécialisés, comme des billets structurés conçus exclusivement pour BMO Gestion privée de placements, des actions privilégiées, des obligations à rendement élevé et des placements à revenu fixe non traditionnels.

Nous maintenons la légère surpondération des actions. Notre exposition aux régions est bien diversifiée. Nos gestionnaires de placement en actions sont sélectionnés en fonction de leur expertise géographique et de leur style. Nos répartitions géographiques tactiques des actions reflètent notre point de vue quant aux régions qui promettent le meilleur rendement ajusté au risque. Nous sous-pondérons les marchés développés internationaux (principalement l'Europe et le Japon) et surpondérons les actions nord-américaines, tout en restant neutres sur les actions des marchés émergents.

Canada – Surpondération

Par le passé, les sociétés liées aux produits de base au Canada se sont bien comportées dans les contextes inflationnistes. En général, le marché boursier canadien est tributaire de l'économie mondiale. S'il n'y avait pas de récession entravant la croissance mondiale ou que la récession était moins sévère que prévu, les actions canadiennes seraient gagnantes. Elles demeurent attrayantes sur le plan des valorisations par rapport à leurs équivalentes mondiales et offrent un rendement en dividende attrayant de 3,3 % (estimation pour 2023).

États-Unis – Surpondération

On trouve aux États-Unis certaines des meilleures entreprises du monde. La profondeur et l'étendue des possibilités de participation dans les secteurs sur le marché américain sont inégalées. Le repli des marchés cette année a fait perdre de la valeur aux marchés boursiers américains, mais pas autant qu'à bien d'autres marchés dans le monde.

D'un point de vue relatif, le caractère depuis longtemps exceptionnel des marchés boursiers américains nous donne matière à réflexion. Historiquement, les longues périodes de surperformance par n'importe quel marché ont toujours pris fin. Toutefois, ces tendances peuvent durer très longtemps. C'est un élément de réflexion parmi tant d'autres, et le rendement supérieur est plus compréhensible si l'on tient compte de la nature « multinationale » et de l'empreinte mondiale de nombreuses sociétés américaines qui constituent la part du lion des occasions de placement.

Par le passé, les marchés boursiers et le dollar américains ont procuré une sécurité relative dans les périodes de faible croissance mondiale. Le rendement en dividende estimé actuel de l'indice S&P 500 pour 2023 est de 1,8 %.

Marchés développés internationaux (Europe, Australasie et Extrême-Orient, « EAE0 ») – Sous-pondération

L'Europe est aux prises avec une forte inflation, le conflit en Ukraine, une faible productivité et des tensions politiques (inclusion faite des répercussions persistantes du Brexit). Nous entrevoyons peu de catalyseurs susceptibles de permettre aux actions européennes de connaître un rebond durable. L'économie européenne est moins bien positionnée que celles de l'Amérique du Nord pour faire face aux hausses de taux nécessaires pour freiner l'inflation galopante. Les probabilités d'une récession y sont plus élevées.

Les actions européennes et japonaises sont fortement exposées aux exportations vers la Chine, ce qui pourrait s'avérer positif. Cependant, l'évolution décevante de la situation en Chine risque de ralentir la reprise. Nous préférons intégrer ce risque de belle surprise potentielle dans notre exposition aux marchés émergents.

L'euro et le yen subissent des pressions à la baisse, étant donné que la politique monétaire et les perspectives de croissance de ces pays accusent un retard par rapport à celles de l'Amérique du Nord; nous croyons qu'il est peu probable que l'une ou l'autre de ces devises gagne beaucoup de terrain.

Le rendement en dividende estimatif de l'indice MSCI EAE0 Actions pour 2023 est solide à 3,5 %

Marchés émergents – Pondération neutre

Les actions des marchés émergents constituent structurellement de petites positions dans nos portefeuilles, compte tenu du profil de risque connexe de cette catégorie d'actif. L'indice MSCI Actions des marchés émergents a chuté de 42 % par rapport à son sommet de 2021, rendant les valorisations très abordables et atteignant ses plus bas niveaux depuis la crise financière.

Cette catégorie d'actif est fortement influencée par les actions de la Chine, de Taïwan et de Hong Kong. Bien qu'on y trouve des sociétés exceptionnelles, ces marchés sont confrontés à des difficultés à court et à long terme. L'affaissement de l'économie chinoise et les politiques zéro COVID-19 sont les principaux obstacles à court terme. Le ralentissement de l'économie mondiale pèsera sur les exportations chinoises, tout comme le passage de la consommation de biens à la consommation de services pour les marchés d'exportation chinois. Cependant, ces obstacles sont aussi la source d'une surprise potentielle. Le ralentissement économique mondial pourrait s'avérer moins grave que prévu et la Chine prend des mesures pour stimuler son économie intérieure. Comme la Chine est la deuxième économie du monde, les occasions sont gigantesques. À long terme, la démondialisation et les relations entre la Chine et l'Occident demeurent des inconnues.

Compte tenu de l'étendue des marchés émergents, un certain réaligement des chaînes d'approvisionnement, de la Chine à d'autres marchés émergents, pourrait être positif. Étant donné notre exposition stratégique relativement faible, nous maintenons une pondération neutre. Le rendement en dividende estimatif de l'indice MSCI Marchés émergents pour 2023 est de 3,2 %.

Le mot de la fin

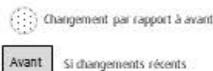
En rétrospective, 2022 a été une année de grand ménage et de désengorgement; le début de la fin de la période d'incertitude dans laquelle nous a plongés la pandémie.

L'année à venir commencera avec un risque de baisse et (espérons-le) un affaiblissement de l'inflation, mais sans récession (ou peut-être une récession légère). Selon nous, les marchés boursiers dégageront de très bons rendements, entre 8 % et 12 %, dividendes compris. La capacité des titres à revenu fixe à offrir une protection contre les pertes s'est améliorée et nous prévoyons des rendements d'environ 5 % pour 2023. Après cette année difficile, marquée par la volatilité des marchés boursiers et obligataires, tout le monde sera heureux d'un retour à la normale.

Figure 11 : Sommaire de notre stratégie et perspectives des catégories d'actif

Catégorie	Économie	Politique	Évaluation(*)	Confiance	Notre positionnement			Justification
					Sous-pondération	Neutre	Surpondération	
Catégorie d'actif principale								
Revenu fixe								Une grande partie du resserrement est dans le système. Quelques réglages restent à faire. Revenu attractif et qualités défensives, compte tenu de la réévaluation des taux de rendement.
Actions								L'inflation montre des signes de ralentissement et les bénéfices restent résilients malgré les craintes de récession.
Actions par région								
Canada								Les actions canadiennes sont bien positionnées pour faire face à l'inflation et au choc des produits de base. Un scénario de récession présente un risque.
États-Unis								La croissance des bénéfices devrait ralentir. Les devises et les qualités défensives sont attractives.
Europe								Les conflits géopolitiques créent de l'incertitude dans la région. Politique monétaire hostile. La région est moins attractive que l'Amérique du Nord.
Japon								La Bdj ne resserre toujours pas ses taux, mais la croissance reste limitée. La faiblesse de la monnaie profite aux exportateurs.
Marchés émergents								La réouverture en Chine est une bonne nouvelle. La vigueur du dollar américain est généralement un obstacle. Les cycles de resserrement sont terminés.

(*) Évaluation fondée sur le ratio C/B actuel des 12 derniers mois divisé par le ratio C/B sur 10 ans



En décembre 2022



Les renseignements contenus dans la présente publication sont fondés sur des sources comme les rapports des émetteurs, les services statistiques et les communications d'entreprise. Nous les estimons fiables sans toutefois en garantir l'exactitude ni l'exhaustivité. Les opinions exprimées dans cette publication sont purement ponctuelles et peuvent changer en tout temps.

BMO Gestion privée n'est pas responsable des pertes pouvant découler de l'utilisation du présent commentaire ou de son contenu. Les informations, opinions, prévisions, projections et autres éléments contenus dans le document ne doivent pas être considérés comme une offre de vente, une sollicitation ou une offre d'achat de produits ou de services qui y sont mentionnés (y compris de marchandises, de titres ou autres instruments financiers), et ces informations, opinions, prévisions, projections et autres éléments ne doivent pas être considérés comme un conseil en matière de placement ou de fiscalité, ou comme une recommandation quant à la conclusion d'une quelconque opération, ni comme une assurance ou une garantie en ce qui concerne les résultats d'une quelconque opération.

Vous ne devriez pas agir sur la foi des renseignements de cette publication, ni vous y fier sans avoir obtenu les conseils d'un professionnel compétent.

BMO Gestion privée est un nom de marque du groupe d'exploitation qui comprend la Banque de Montréal et certaines de ses sociétés affiliées qui offrent des produits et des services de gestion privée. Les produits et les services ne sont pas tous offerts par toutes les entités juridiques au sein de BMO Gestion privée. Les services bancaires sont offerts par l'entremise de la Banque de Montréal. Les services de gestion de placements, de planification de patrimoine, de planification fiscale et de planification philanthropique sont offerts par BMO Nesbitt Burns Inc. et BMO Gestion privée de placements Inc. Les services de garde de valeurs ainsi que les services successoraux et fiduciaires sont offerts par la Société de fiducie BMO. Les services et les produits d'assurance sont offerts par l'intermédiaire de BMO Services conseils en assurances et planification successorale Inc., une filiale en propriété exclusive de BMO Nesbitt Burns Inc. Les entités juridiques de BMO Gestion privée n'offrent pas de conseils fiscaux. Si vous êtes déjà un client de BMO Nesbitt Burns Inc., veuillez communiquer avec votre conseiller en placement pour obtenir plus de précisions. BMO Nesbitt Burns Inc. est membre du Fonds canadien de protection des épargnants et de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières. La Société de fiducie BMO et BMO Banque de Montréal sont membres de la Société d'assurance-dépôts du Canada.

^{MD} Marque de commerce déposée de la Banque de Montréal, utilisée sous licence.