

Remarque
stratégique du chef
des placements

Perspectives
économiques

Positionnement
des portefeuilles

• Répartition de l'actif

• Actions

• Titres à revenu fixe

• Style et facteur

• Mise en œuvre

Avis

Février 2024

Le point de vue mensuel de
BMO Gestion mondiale d'actifs

L'exception américaine

Comment les marchés américains surpassent les marchés baissiers... encore

Présenté par l'équipe Solutions
d'investissement multiactif de
BMO Gestion mondiale d'actifs

BMO 

Gestion mondiale d'actifs

REMARQUE STRATÉGIQUE DU CHEF DES PLACEMENTS

L'exception américaine

Comment les marchés américains surpassent les marchés baissiers... encore

Le mois dernier, j'ai mentionné que nous allions suivre de près la Réserve fédérale américaine (la Fed) et les déclarations de son président, Jerome Powell, pour avoir des indications plus claires sur le moment des réductions de taux d'intérêt.

C'est exactement ce que nous avons eu lors de la réunion de la Fed en janvier. Pour la première fois dans ce cycle de taux, M. Powell a déclaré que les hausses de taux étaient effectivement exclues, et il a répété que la réunion de la Fed en mars était peut-être trop proche pour procéder à une baisse. Les réactions à ces nouvelles ont été mitigées sur les marchés, mais ces déclarations nous ont donné ce que nous recherchions depuis des mois : une plus grande clarté.

Les déclarations du président Powell ne se sont pas arrêtées là. Quelques jours seulement après la déclaration de janvier concernant les taux d'intérêt, il a signifié dans *60 Minutes* que, même si le « moment approchait » de réduire les taux, la Fed voulait d'autres « preuves que l'inflation baissait durablement à 2 % » avant d'agir¹. Ce type de déclaration directe à destination des Américains est rare, mais témoigne de la dépendance de la Fed à l'égard des données, et de la probabilité que nous n'assistions pas à une baisse des taux avant l'été.

Les taux d'intérêt sont également importants sur les marchés étrangers et la Banque centrale européenne (BCE) a choisi de maintenir sa politique au lieu de baisser les taux en janvier. La BCE et la Banque du Canada (BdC) ont sans doute des arguments plus convaincants que la Fed pour réduire



Sadiq S. Adatia,
FSA, FCIA, CFA
Chef des placements

Les réactions à ces nouvelles ont été mitigées sur les marchés, mais ces déclarations nous ont donné ce que nous recherchions depuis des mois : une plus grande clarté.

les taux, compte tenu de la résilience économique soutenue des États-Unis. Mais les banques centrales s'inquiètent à juste titre du fait qu'elles puissent commettre une erreur : agir trop tôt pourrait faire rebondir l'inflation. La BCE et la BdC n'ont pas besoin d'attendre que la Fed réagisse la première, mais elles pourraient choisir de le faire. Quoi qu'il en soit, lorsque la Fed aura réduit les taux, il est probable que d'autres banques centrales lui emboîtent le pas, parce que, comme dans un roman policier, la sécurité augmente avec le nombre.

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES

Les États-Unis sont seuls

L'économie américaine montre une vigueur indiscutable, alors qu'une grande partie du reste de l'économie mondiale ralentit graduellement.



Frederick Demers
Directeur général, Solutions
d'investissement multiactif

Perspectives aux États-Unis

Les perspectives économiques aux États-Unis sont sans équivoque vigoureuses; en fait, nous ne sommes même plus certains de pouvoir exactement parler d'un ralentissement graduel de l'économie américaine. Les indicateurs clés ont même dépassé les attentes les plus optimistes, et l'élan du début d'année semble prometteur. En 2024, la croissance du produit intérieur brut (PIB) pourrait facilement être de 2 % et une croissance de 3 % est tout à fait possible pour le premier semestre de l'année. Une récession potentielle pourrait se produire plus tard, en ouvrant la voie à un scénario de risque de récession pour 2025. Le président de la Fed, Jerome Powell, s'est fait un point d'honneur de limiter les attentes à l'égard d'une baisse des taux, et si les données économiques restent solides, l'espoir d'une réduction en mars², pourrait également s'avérer exagérément optimiste. Cependant, le ralentissement de l'inflation est également essentiel pour les perspectives de la Fed en matière de politique monétaire, et des progrès encourageants continuent d'être réalisés à cet égard, ce qui ouvre la voie à un assouplissement de la politique monétaire.

Perspectives au Canada

Contrairement aux États-Unis, l'économie canadienne est assurément en cours de ralentissement. Des données récentes donnent à penser que le Canada se tire tout juste assez bien d'affaire pour éviter une récession pure et simple, mais le contexte économique reste faible, et le meilleur scénario de croissance du PIB pour l'année devrait se situer entre 1,0 % et 1,5 %, comparativement à une fourchette de 2,0 % - 2,5 % pour les



États-Unis. Les hausses de taux d'intérêt ont assurément eu des conséquences négatives et la conjoncture est désagréable pour les consommateurs canadiens qui font face à un refinancement hypothécaire. La bonne nouvelle, c'est que même si l'économie canadienne ralentit, elle ne s'effondre pas. Même si l'on peut s'attendre en grande partie à ce que le marché du travail stagne, le taux de chômage augmente en raison de la forte croissance de la population attribuable à l'immigration, soit de l'ordre de 50 000 à 60 000 nouvelles personnes par mois qui intègrent la population active³. Cela devrait se traduire par un assouplissement du marché du travail, ce qui, à son tour, pourrait contribuer à atténuer les craintes entourant l'inflation à l'approche de la fin de l'année.

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES

Perspectives internationales

En Europe, c'est le statu quo, c'est-à-dire que l'activité économique reste stagnante : elle ne progresse pas et elle ne baisse pas. Cela dit, étant donné les attentes d'un affaiblissement graduel, la stabilité des chiffres est une bonne nouvelle. La situation économique de la zone euro pourrait commencer à s'améliorer lorsque la BCE initiera la réduction des taux d'intérêt. Au Japon, un certain ralentissement s'est fait sentir, mais il pourrait être attribuable à la diminution des effets d'un boom du tourisme; en 2023, la réouverture de l'industrie du tourisme après la COVID-19 a été un canal important de la reprise économique, mais ce coup de pouce temporaire semble maintenant se dissiper. Par conséquent, l'économie japonaise se normalise.

Dans les marchés émergents (ME), la Chine est l'élément clé. Même si la croissance ne ralentit pas forcément, elle continue de décevoir par rapport aux espoirs d'une reprise économique, qui n'a pas réussi à se concrétiser depuis la réouverture du pays à la suite de la COVID-19, il y a plus d'un an. Les mesures de relance continuent de se faire sentir lentement dans l'économie, mais les obstacles issus de l'immobilier continuent de s'accumuler, ce qui limite encore les espoirs d'un soudain rebond de la croissance.

Remarque
stratégique du chef
des placements

Perspectives
économiques

Positionnement
des portefeuilles

• Répartition de l'actif

• Actions

• Titres à revenu fixe

• Style et facteur

• Mise en œuvre

Avis

| Principaux risques | Ce qu'en pense BMO Gestion mondiale d'actifs |
|-----------------------|---|
| Inflation | <ul style="list-style-type: none">• Une croissance plus forte aux États-Unis se traduit par une progression plus lente vers la cible de 2 % de la Fed et peut-être même par une légère remontée de l'inflation, mais pas au niveau de 2022. |
| Taux d'intérêt | <ul style="list-style-type: none">• Une croissance résiliente aux États-Unis se traduira probablement par des réductions plus lentes et moins importantes de la part de la Fed. |
| Récession | <ul style="list-style-type: none">• Retardée, mais les baissiers sont tenaces.• La crainte d'une récession pourrait se maintenir jusqu'en 2025. |
| Consommation | <ul style="list-style-type: none">• Le consommateur américain et le consommateur canadien sont actuellement deux espèces différentes.• Le consommateur américain travaille à temps plein et n'a pas à s'inquiéter de la hausse des taux, à moins qu'il n'achète une nouvelle voiture ou une nouvelle maison.• Quant aux consommateurs canadiens, le refinancement hypothécaire est leur principal problème. |
| Logement | <ul style="list-style-type: none">• Le marché est sorti des creux au Canada et aux États-Unis.• Il n'est plus un frein aux perspectives, mais des baisses de taux tardives signifient que la reprise sera repoussée. |
| Géopolitique | <ul style="list-style-type: none">• Pour l'administration américaine, l'objectif est d'éviter une escalade inflationniste.• Une telle escalade doit être considérée comme un risque à faible probabilité et avec conséquences majeures. |
| Énergie | <ul style="list-style-type: none">• Le marché n'est pas convaincu que le conflit au Moyen-Orient s'intensifiera.• Le pétrole peine donc à se négocier au-dessus de 75 \$ le baril sur une base durable⁴. |

POSITIONNEMENT DES PORTEFEUILLES

Catégories d'actif

Les actions et les indicateurs économiques nous montrent que les marchés et l'économie évoluent dans une direction positive. Certaines choses nous préoccupent lorsque nous nous projetons dans l'année. Mais pour le moment, nous aimons ce que nous voyons.



Steven Shepherd, CFA
Directeur général
et directeur de
portefeuille

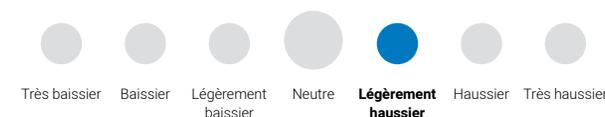
La nouvelle selon laquelle la Fed ne baissera pas les taux en mars était le secret le moins bien gardé de l'histoire des marchés financiers : non seulement une réduction des taux n'est pas sur la table, mais elle est même passée par la fenêtre et se retrouve au fond du lac. Le président Jerome Powell est allé jusqu'à participer à l'émission *60 Minutes* pour expliquer au « citoyen lambda » pourquoi il n'y aura pas de baisse. C'est pratiquement du jamais vu pour un dirigeant de la Réserve fédérale. Ce qui est vraiment surprenant, c'est la persistance de la vigueur de l'économie américaine. La croissance globale a explosé au troisième trimestre et a fait très peu de concessions au quatrième. Le modèle GDPNow de la Fed d'Atlanta prévoit maintenant une croissance de 3,4 % au premier trimestre. Si la faiblesse approche, rien ne semble l'indiquer. Cela dit, il y a des choses qui nous préoccupent, comme les élections aux États-Unis. Elles seront bruyantes et il y aura beaucoup de rhétorique; nous entendons déjà parler de tarifs douaniers importants sur tout ce qui provient de la Chine en cas de réélection de Donald Trump.

Ce qui compte vraiment, c'est ce que les sociétés sont en mesure de faire. En réalité, les choses évoluent dans le bon sens, ce qui apaise certainement les craintes de récession. En ce qui concerne les bénéfices, environ 70 % des sociétés ont déclaré des hausses surprises du bénéfice par action, soit environ quatre points de pourcentage de plus que la moyenne à long terme⁵. Les revenus sont également en hausse. La technologie continue de dominer le marché et, si l'on tient compte de la croissance potentielle, il n'est pas déraisonnable de comprendre pourquoi. La différence entre notre époque et la bulle Internet, c'est que ces sociétés à très grande capitalisation font vraiment de l'argent : l'introduction d'un

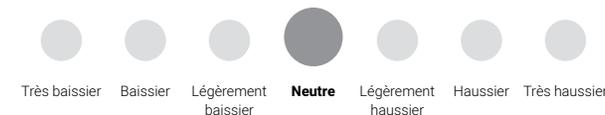
dividende par Meta Platforms Inc. est un grand pas en avant pour ces actions.

En ce qui concerne la réévaluation des liquidités à un niveau légèrement baissier (-1), nous sommes d'avis que la tendance dominante est à la baisse pour les taux d'intérêt, que ce soit en mars, en mai ou à tout moment par la suite; la direction est toujours à la baisse. Pour l'instant, nous ne sommes pas prêts à opter pour une durée courte⁶.

ACTIONS



TITRES À REVENU FIXE



LIQUIDITÉS



POSITIONNEMENT DES PORTEFEUILLES

Actions

Les sept sociétés technologiques exceptionnelles restent les chouchous du marché – pour de bonnes raisons. La presque totalité de la croissance des bénéfiques se produit dans ces titres (et secteurs). Le marché canadien continue de tirer de l'arrière, tandis que nous sommes de plus en plus optimistes à l'égard des actions internationales (EAE0).



Marchello Holditch,
CFA, CAIA
Chef, Solutions
d'investissement multiactif

Globalement, la période de publication des résultats s'est bien déroulée, ce qui a surpris à la hausse. Cela vaut la peine de parler des sept sociétés technologiques exceptionnelles, qui composent un groupe assez diversifié. Tesla et Apple ont été décevantes, mais Amazon et Meta semblent avoir pris les rênes et elles ont affiché de très solides résultats. Dans l'ensemble, l'histoire de ces sept sociétés continue de porter sur la croissance des bénéfiques, et non sur les surprises. Si l'on exclut ce groupe du marché, on constate que la croissance des bénéfiques a été modérée pour un trimestre supplémentaire. En 2023, les bénéfiques, à l'exclusion de ces sept sociétés les plus performantes, ont en fait été négatifs. La croissance reste largement confinée aux secteurs des technologies, des communications et de la consommation discrétionnaire, et le marché continue de récompenser cette croissance. Nous surveillons également une autre situation : celle de la New York Community Bank. Certains ont considéré que son rapport sur les bénéfices était signe que les petites banques et l'immobilier commercial aux États-Unis reflétaient des préoccupations plus vastes, ce qui a momentanément effrayé le marché. Mais si l'on examine la situation en détail, on constate que les bénéfices de la société ont été très médiocres à cause de l'acquisition de Signature Bank; cette acquisition en a fait une plus grande banque devant augmenter les liquidités dans son bilan, ce qui a nui à sa rentabilité. Nous gardons un œil sur la possibilité d'une contagion, mais nous ne nous attendons pas à ce qu'il y en ait une. Plus généralement, ces secousses pourraient encore retarder une remontée cyclique ou un élargissement de la vigueur du marché en faveur des petites capitalisations, parce qu'il faudrait la participation des actions des banques pour que cela se produise.

En ce qui concerne le marché canadien, nous continuons de constater une divergence avec les indices américains. Le Canada semble avoir évité la

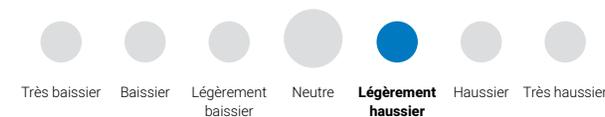
récession, mais la situation n'est toujours pas solide pour les actions dans un contexte de fragilité économique.

Nous sommes neutres (0) sur les marchés internationaux. La région EAE0 (Europe, Australasie et Extrême-Orient) a également évité de justesse une récession, et nous commençons maintenant à observer une reprise des bonnes surprises – quelques signes positifs, si vous voulez – qui nous incitent à rester plus neutres sur l'Europe et le Japon. Nous sommes toujours neutres (0) pour les marchés émergents, et pour la Chine en particulier. Le pays a besoin de mesures de relance et les met en place maintenant. Le problème, c'est qu'elles n'ont pas encore donné lieu à une réaction positive du marché.

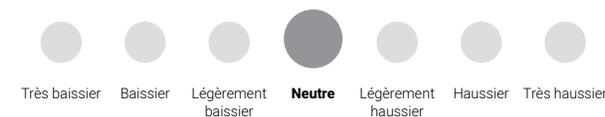
CANADA



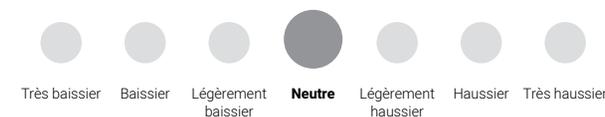
ÉTATS-UNIS



EAE0



MARCHÉS ÉMERGENTS



POSITIONNEMENT DES PORTEFEUILLES

Titres à revenu fixe

Le marché obligataire a été forcé de rattraper son retard par rapport à une trajectoire plus réaliste de la Fed concernant les taux. Nous nous attendons à ce que le cycle d'assouplissement commence cet été et à ce que la durée en profite. Pour le moment, cependant, notre point de vue sur les titres à revenu fixe à long terme est neutre (0).

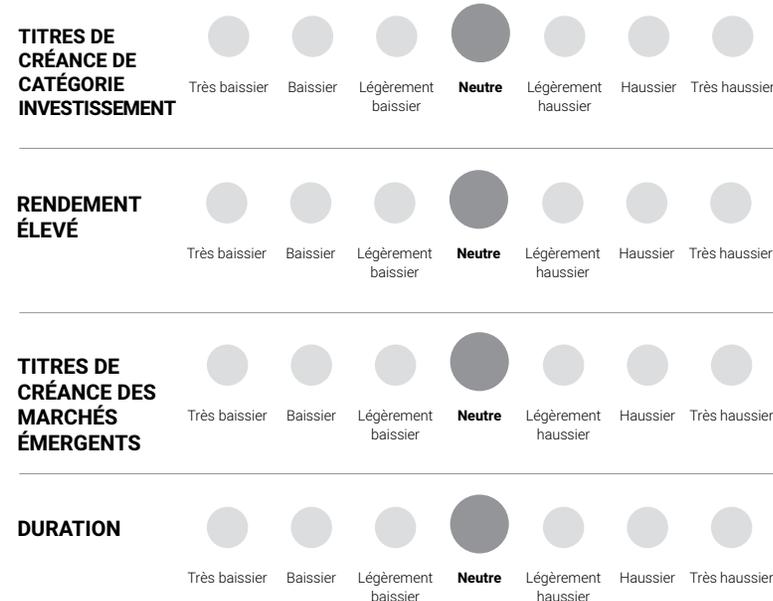
Nous avons réduit notre légère surpondération (+1) de la durée au début de 2024, puisque nous estimons que les marchés étaient trop impatients en s'attendant à une réduction de la Fed en mars. Jerome Powell a officiellement mis de côté ces réductions et nous avons vu les marchés réagir en conséquence. Il s'agit d'un changement important, mais nous maintenons néanmoins un point de vue neutre (0) en matière de durée. Nous apprécions une durée à long terme, mais les avis sont partagés quant au moment choisi pour les baisses. Selon nous, le scénario le plus probable est que la Fed commencera à réduire les taux de référence cet été. C'est à ce moment-là que vous nous verrez peut-être carrément adopter une position haussière à l'égard de titres à revenu fixe à plus long terme. Le marché considère dorénavant que la Fed effectuera ses baisses de taux en mai plutôt qu'en mars, mais il est probable que les attentes de mai seront également repoussées. Nous savons que des réductions approchent, mais nous n'essayerons pas de déterminer exactement le moment où elles auront lieu puisque les données économiques continuent d'être à la hausse. À ce stade-ci, nous sommes d'avis qu'il faut rester neutres (0).

Quant aux titres de créance à rendement élevé, la forte croissance résiliente, en particulier aux États-Unis, nous rend très optimistes concernant les écarts. En même temps, un contexte de « taux élevés pendant longtemps » n'est pas idéal pour les sociétés de qualité inférieure dont le bilan est plus faible. C'est une arme à double tranchant : la forte croissance est positive, mais elle sert aussi à repousser les réductions de taux à plus tard, ce qui est risqué pour les secteurs du marché obligataire sensibles au risque de crédit.



Marchello Holditch,
CFA, CAIA
Chef, Solutions
d'investissement multiactif

En ce qui concerne les titres de créance des marchés émergents, nous pensons que les perspectives de raffermissement du dollar américain (\$ US) sont élevées. Toutes choses étant égales par ailleurs, la situation fait en sorte que les titres de créance des marchés émergents ne sont pas particulièrement attrayants. À l'heure actuelle, nous ne voulons pas parier contre eux, parce qu'ils offrent des écarts et une diversification convenables.



Style et facteur

Les facteurs ont besoin de catalyseurs, mais à l'exception des fameuses sept sociétés technologiques exceptionnelles, nous ne voyons pas grand-chose qui fera avancer la croissance. Cela étant dit, à mesure que les taux baisseront, nous nous attendons à ce que les taux de rendement en dividendes attirent beaucoup plus l'attention du marché, ce qui profitera aux valorisations.

Nous n'exprimons pas de point de vue direct sur la valeur ou la croissance; nous sélectionnons les titres sur une base sectorielle, en privilégiant les technologies et la croissance de leurs bénéficiaires. Notre point de vue sur les sept sociétés technologiques exceptionnelles est, par défaut, une préférence pour la croissance. Cependant, en ce qui concerne la valeur dans le monde dans son ensemble, nous n'en sommes pas encore là : les valorisations ont été très faibles en Chine, et il n'y a pas beaucoup de catalyseurs pour l'instant.

Ce mois-ci, un changement important concerne le taux de rendement, qui est passé à un niveau légèrement haussier (+1). Comme nous l'avons mentionné plus tôt, la mise en place d'un versement de dividendes par Meta est un changement important – pensez à tous les gestionnaires de fonds de dividendes qui auraient souhaité détenir Meta depuis 10 ans! C'est maintenant possible. Et à mesure que les taux baissent, les rendements en dividendes deviennent plus attrayants, tout comme le rendement total des actionnaires. Les rachats d'actions devraient être une tendance qui deviendra plus évidente à mesure que la participation au marché s'élargira. La croissance des dividendes et les rachats d'actions seront des thèmes à surveiller. Lorsque vous parlez d'un facteur, vous avez besoin de catalyseurs. Compte tenu de la baisse des taux d'intérêt à l'horizon, le taux de rendement est un facteur ayant un catalyseur.

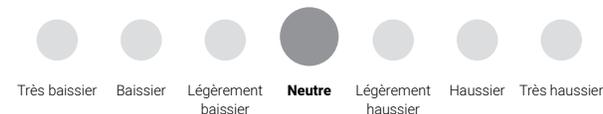
La volatilité est très faible et elle se rapproche des moyennes historiques. La volatilité des obligations est supérieure à celle des actions. La corrélation est plus préoccupante : les obligations et les actions sont plus positivement corrélées; ce n'est pas la norme à long terme que vous aimeriez voir dans un



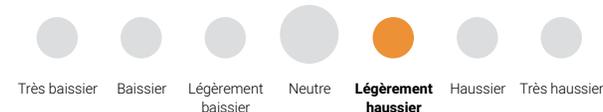
Steven Shepherd, CFA
Directeur général
et directeur de
portefeuille

portefeuille bien diversifié. Cependant, la volatilité augmentera probablement au cours de l'année, à mesure que nous nous rapprocherons des élections américaines.

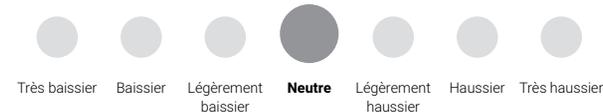
VALEUR



QUALITÉ



CROISSANCE



RENDEMENT



POSITIONNEMENT DES PORTEFEUILLES

Mise en œuvre

Nous nous attendons à ce que le dollar américain reste vigoureux dans un contexte où les données économiques brillent par rapport à d'autres économies. Nous continuons de privilégier l'or en tant qu'assurance de portefeuille, malgré une reprise technique qui n'a pas réussi à se concrétiser.

Nous avons adopté un point de vue plus pessimiste à l'égard du dollar canadien (\$ CA) et nous l'avons ramené à un niveau légèrement baissier (-1). Cela coïncide avec le point de vue selon lequel le dollar américain restera plus vigoureux dans un contexte où les baisses des taux de la Fed auront lieu plus tard que prévu par le marché. De plus, la différence relative entre les trajectoires économiques du Canada et des États-Unis suggère que la BdC devrait probablement réduire ses taux avant les États-Unis, ce qui nous incite à sous-pondérer le dollar canadien.

L'or est confiné dans une fourchette limitée. Les taux réels reculent, mais nous n'observons pas la même hausse de l'or que celle que l'on pourrait associer à cette baisse, puisque le métal jaune a bien résisté à la hausse de ces taux. Nous ne constatons pas le rendement symétrique habituellement observé : à l'heure actuelle, l'or est en grande partie une assurance de portefeuille. Nous ne prévoyons pas de cassure à moins d'une importante reprise de l'inflation.



Steven Shepherd, CFA
Directeur général
et directeur de
portefeuille



\$ CAD



\$ OR



DÉCLARATIONS

¹ « Jerome Powell : Full 2024 60 Minutes interview transcript. » *CBS News*, 4 février 2024.

² Craig Torres, Chris Anstey et Catarina Saraiva, « Fed Officials Signal Wariness to Cut Rates Too Soon, Despite Inflation Progress », *Bloomberg*, 7 février 2024.

³ Caractéristiques de la population active selon la province, données mensuelles désaisonnalisées, *Statistique Canada*, 9 février 2024.

⁴ [OilPrice.com](https://oilprice.com).

⁵ [MacroMicro](https://www.macromicro.com).

⁶ Duration : Une mesure de la sensibilité du cours d'un placement à revenu fixe en réaction à un changement qui survient dans les taux d'intérêt. La duration est exprimée en nombre d'années. On s'attend à ce que le cours d'une obligation dont la duration est plus longue augmente (baisse) plus que celui d'une obligation dont la duration est plus courte lorsque les taux d'intérêt baissent (augmentent).

Les opinions exprimées par le gestionnaire de portefeuille représentent son évaluation des marchés au moment de la publication. Ces opinions peuvent changer en tout temps et sans préavis. Les renseignements fournis dans le présent document ne constituent pas une sollicitation ni une offre relative à l'achat ou à la vente de titres, et ils ne doivent pas non plus être considérés comme des conseils de placement. Le rendement passé n'est pas garant des résultats futurs. Cette communication est fournie à titre informatif seulement.

Tout énoncé qui repose nécessairement sur des événements futurs peut être une déclaration prospective. Les déclarations prospectives ne sont pas des garanties de rendement. Elles comportent des risques, des éléments d'incertitude et des hypothèses. Bien que ces déclarations soient fondées sur des hypothèses considérées comme raisonnables, rien ne garantit que les résultats réels ne seront pas sensiblement différents des résultats attendus. L'investisseur est prié de ne pas se fier indûment aux déclarations prospectives. Concernant les déclarations prospectives, l'investisseur doit examiner attentivement les éléments de risque décrits dans la version la plus récente du prospectus simplifié.

Le présent document est fourni à titre informatif seulement. L'information qui s'y trouve ne constitue pas une source de conseils fiscaux, juridiques ou de placement et ne doit pas être considérée comme telle. Les placements doivent être évalués en fonction des objectifs de chaque investisseur. Il est préférable, en toute circonstance, d'obtenir l'avis de professionnels.

BMO Gestion mondiale d'actifs est une marque de commerce sous laquelle BMO Gestion d'actifs inc. et BMO Investissements inc. exercent leurs activités.

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

Remarque
stratégique du chef
des placements

Perspectives
économiques

Positionnement
des portefeuilles

• Répartition de l'actif

• Actions

• Titres à revenu fixe

• Style et facteur

• Mise en œuvre

Avis