

Stratégie d'actions et de titres à revenu fixe

BMO Nesbitt Burns | Janvier 2024

Stéphane Rochon, CFA

Spécialiste en stratégie – Actions
Équipe conseil Portefeuilles
BMO Nesbitt Burns

Richard Belley, CFA

Spécialiste en stratégie – Titres à revenu fixe
Équipe conseil Portefeuilles
BMO Nesbitt Burns

Russ Visch, CMT

Analyste technique
Équipe conseil Portefeuilles
BMO Nesbitt Burns

Optimisme sur les actions canadiennes et les obligations à escompte; on s'attend à d'autres divergences

Dans l'esprit de nos conclusions :

1. En ce début de 2024, nous continuons de surpondérer les actions (avec des justes valeurs de 25 000 pour l'indice composé S&P/TSX et de 5 000 pour l'indice S&P 500) et nous trouvons une très bonne valeur dans les obligations à escompte, qui sont très efficaces sur le plan fiscal (voir ci-dessous).
2. L'indice S&P/TSX pourrait surpasser l'indice S&P 500, le leadership sectoriel s'élargissant grâce aux sept titres exceptionnels, où le marché américain jouit d'un énorme avantage. En bref, nous considérons que le marché canadien est beaucoup moins cher, que les pondérations sectorielles canadiennes sont plus favorables dans un contexte d'atterrissage « en douceur » et d'une éventuelle reprise en 2024, et que le dollar canadien est actuellement nettement sous-évalué.
3. Nous pensons que les actions de grande qualité à faible duration (c.-à-d. dont la valorisation est raisonnable par rapport à la rentabilité et à la croissance, et qui versent des dividendes croissants) restent la solution.
4. Si nous avons raison de dire qu'il est peu probable que les taux d'intérêt montent considérablement à partir des niveaux actuels, les secteurs défensifs/sensibles aux taux d'intérêt comme les pipelines/services aux collectivités, les FPI multifamiliales, les services financiers et les télécommunications devraient poursuivre leur reprise après une difficile année 2023. En fait, l'attitude conciliante récemment exprimée par la Réserve fédérale américaine (la « Fed ») rend plus probable la perspective de réductions de taux d'intérêt à court terme.

Nous voyons déjà des signes d'optimisme. Premièrement, loin de se détériorer, notre modèle de probabilité de

récession s'est amélioré et la probabilité d'une récession a reculé à environ 40 %. Comme nos lecteurs le savent bien, les marchés des valeurs mobilières sont principalement influencés non pas par des chiffres absolus, mais par la trajectoire des principales variables macroéconomiques. À cet égard, la situation s'est déjà nettement améliorée en matière d'inflation et la fourchette de taux supérieurs à 2 % est maintenant en vue pour 2024. Les principaux éléments manquants ont été l'amélioration de la croissance et l'absence d'élan sur le marché de l'habitation, et, selon nous, ce sont ces éléments qui émergeront pendant la nouvelle année, à mesure que les taux se stabiliseront/diminueront. Comme toujours, les marchés boursiers et obligataires prendront ces améliorations en compte bien avant que nous en voyions les signes dans le monde réel.

Nous croyons que le rendement nettement supérieur des titres à ratios élevés des secteurs technologiques/des communications cette année est attribuable aux facteurs suivants : 1) leurs rendements très médiocres en 2022, ce qui signifie que les attentes étaient beaucoup moins élevées au début de 2023; et 2) les preuves de plus en plus nombreuses que les banques centrales ont maîtrisé l'inflation, réduisant ainsi la probabilité d'une autre hausse des taux d'intérêt, ce qui a tendance à nuire de façon disproportionnée à ces actions à duration élevée.

Mais c'était l'histoire de l'an dernier. L'histoire montre que courir après le rendement passé peut être un comportement dangereux pour les investisseurs et nous croyons qu'il en sera de même cette fois-ci.

Un argument simple en ce sens est que les cinq plus grandes actions de l'indice S&P 500 (Apple, Microsoft, Google, Amazon et NVIDIA) ont maintenant une valeur globale de plus de 10 000 milliards de dollars américains, ce qui représente plus de 25 % de la valeur totale du plus important indice boursier au monde. Cette part n'est pas

négligeable et, de mémoire récente, il s'agit en fait d'un record selon nos données (les cinq principales pondérations pendant la bulle technologique ont atteint un sommet de 18 %). Même si ces sociétés ont sans aucun doute un modèle d'affaires dominant et sont très rentables, elles s'appuient sur la loi des grands nombres. À tout le moins, le ralentissement de la croissance aura pour effet de comprimer leurs multiples de négociation très élevés (ratio cours-bénéfice ou ratio cours-flux de trésorerie net, selon ce que vous préférez).

Un exemple numérique devrait vous aider à comprendre. Les investisseurs qui versent de 30 à 40 fois le bénéfice par action prévu de ces sociétés s'attendent implicitement à un rendement du capital investi d'au moins 10 % en contrepartie du risque. Pour atteindre cet objectif, toutes choses étant égales par ailleurs, ces cinq sociétés devraient ajouter l'équivalent de la capitalisation boursière de PepsiCo, Bank of America, Coca-Cola et Merck & Co. en 2024. Pour maintenir cette tendance cumulative, il faudrait ajouter l'équivalent d'Oracle, Adobe, Costco et Chevron en 2025, et J.P. Morgan, Walmart et Johnson & Johnson en 2026. Tout est possible, mais est-ce un scénario probable? Nous pensons que non.

Évaluations actualisées de la juste valeur

Nous continuons de voir un meilleur potentiel de hausse des actions canadiennes, avec des évaluations actualisées de la juste valeur d'environ 5 000 pour l'indice S&P 500 et de 25 000 pour l'indice S&P/TSX. Certains peuvent trouver que nos chiffres sont optimistes, mais, encore une fois, nous prévoyons une forte reprise au deuxième semestre de 2024, en particulier en raison de la possibilité de réductions de taux aux États-Unis et au Canada. Il convient également de noter que nous nous attendons à une forte reprise des titres des banques canadiennes, de l'industrie, des infrastructures énergétiques, de certains segments de la consommation discrétionnaire, des FPI multifamiliales et de la santé aux États-Unis. Nous croyons qu'il faut maintenir la sous-pondération du secteur coûteux des actions de type « FANG » dans les secteurs des technologies et des services de communication.

Les leçons de l'histoire

Avec l'aide de nos partenaires de recherche de NDR, nous avons mené plusieurs études historiques à long terme pour nous aider à nous positionner sur le marché et les secteurs. Nous avons consulté les données sur plusieurs décennies pour déterminer si les sociétés qui versent des dividendes et les actions dont la valorisation est raisonnable sont bien placées pour dégager des rendements supérieurs

après 2023, une année très difficile, et quels secteurs ont traditionnellement rebondi dans un contexte d'inflation et de taux d'intérêt semblable.

Les conclusions ont été celles que nous avons prévues. Plus précisément, les actions de valeur et celles qui versent des dividendes (il existe un chevauchement considérable entre ces deux catégories) ont tendance à dégager des rendements nettement supérieurs 12 mois après que la Fed a suspendu les hausses de taux et après une hausse minimale de 2 % des taux obligataires à 10 ans, comme c'est le cas actuellement. D'un point de vue sectoriel, il s'agit d'une combinaison d'actions défensives et d'actions sensibles à la conjoncture économique, mais bon nombre d'entre elles ont généré des rendements à deux chiffres pendant sept des huit « cycles de la Fed » depuis 1973.

Analyse technique

L'indice composé S&P/TSX et l'indice S&P 500 viennent d'achever leurs meilleurs redressements sur huit semaines en plus d'un an, et compte tenu de l'état de notre modèle d'anticipation à moyen terme, ces redressements devraient se poursuivre. Par exemple, les indicateurs hebdomadaires de momentum sont de nouveau entièrement haussiers pour toutes les moyennes importantes, après avoir donné de nouveaux signaux d'achat à divers moments en novembre; cela suggère que la préférence pour les actions devrait rester à la hausse jusqu'à la fin du premier trimestre de 2024.

N'oublions pas qu'une « poussée de l'amplitude » s'est également produite au début de novembre. Une poussée de l'amplitude se produit lorsque la Bourse de New York passe d'un état très négatif à un état très positif sur une courte période – cet indicateur est particulièrement fiable pour signaler les reprises majeures. Il y a eu 12 de ces signaux au cours des 60 dernières années, et le rendement moyen sur 12 mois de l'indice S&P 500 est de 24,8 %. Depuis la crise du crédit, les signaux ont été encore meilleurs. Depuis 2009, le rendement moyen de l'indice S&P 500 dans les 12 mois suivant le signal a été de +36,76 % (nous n'incluons pas le signal de mars 2023 dans ces données, puisqu'il est toujours en vigueur). Enfin, l'optimisme continue de croître dans tous les segments du marché, des investisseurs individuels aux négociateurs de contrats à terme professionnels.

Par exemple, nous venons de voir la plus importante hausse mensuelle de l'indicateur de confiance de l'indice composé en plus de 13 ans. Il est important de noter que l'humeur des investisseurs reste inférieure aux niveaux qui nuisent aux actions, de sorte qu'il n'y a pas de problème.

En ce qui concerne le potentiel de hausse, l'indice S&P 500 a récemment dépassé son sommet de juillet, à 4 607. À partir de là, le prochain grand niveau cible/de résistance est son sommet historique de 4 818. Bien entendu, la cassure à 4 607 a ouvert une cible de fluctuation haussière qui atteint 5 111, de sorte que nous nous attendons à ce que cet indice atteigne un sommet record au début de 2024. Au Canada, l'indice composé S&P/TSX reste coincé dans une fourchette de négociation neutre sur un an, mais compte tenu de l'état de notre modèle d'anticipation à moyen terme, nous nous attendons aussi à une hausse supérieure à la résistance à 20 843, à un moment donné l'année prochaine. Le sommet record de 22 213 assurera une certaine résistance, mais la cible de fluctuation se situe à un cours de clôture au-dessus de 20 843, à 22 995. Les titres sensibles aux taux d'intérêt, comme les banques, les pipelines, les compagnies de téléphone, les services publics et les FPI, demeurent les titres les plus prisés pour les nouveaux fonds, et ils devraient continuer de profiter de la baisse persistante des taux d'intérêt à long terme.

L'année du changement!

Après un cycle de resserrement important et deux années et demie très difficiles sur les marchés, il semble que les placements à revenu fixe soient sortis de l'ornière. Les prévisions de récession pour 2023, qui ont fait l'objet d'un consensus décevant, sont rapidement remplacées par des attentes liées à la combinaison d'un atterrissage en douceur et d'une baisse de l'inflation donnant aux banques centrales la possibilité de réduire leurs taux directeurs plus tôt que prévu.

Il y a moins de trois mois, les investisseurs se préparaient à la possibilité d'une troisième année consécutive de rendement négatif. Au lieu de cela, une indication plus claire de la fin du cycle de resserrement des taux et des attentes de réductions a poussé les marchés à prendre résolument en compte le changement de cap de la Banque du Canada (« BdC ») et de la Fed. Par conséquent, nos économistes de BMO, comme beaucoup d'autres, ont récemment modifié leurs prévisions pour 2024, en devançant certaines des réductions de 2025 et en s'attendant maintenant à un assouplissement de 100 points de base (« pdb ») au total au cours des 12 prochains mois, à compter de juin, la BdC devançant la Fed d'un mois. L'ajustement du marché a été encore plus prononcé, puisqu'il a pris en compte des attentes de réduction au deuxième trimestre de 2024. On peut se demander si les conditions seront en place d'ici là pour commencer à revenir sur les mesures restrictives, mais la tendance est

indéniablement devenue positive, ouvrant la voie à une baisse des taux directeurs l'an prochain.

Quant aux taux d'intérêt à long terme, les prévisions varient considérablement, ce qui est intéressant, malgré le solide consensus en faveur d'un atterrissage en douceur. Si l'on prend l'exemple des obligations du Trésor à 10 ans, les cibles pour la fin de 2024 vont d'un creux de 3 % à plus de 5 %, soit une différence de plus de 200 pdb! Cela devrait offrir une fourchette de négociation intéressante pour l'année et maintenir la volatilité à un niveau historiquement élevé et cela nous rappelle que la lutte contre l'inflation n'est pas encore gagnée et que tout le monde ne partage pas la même définition de « l'atterrissage en douceur ». De plus, il existe un risque que si les taux d'intérêt baissent trop rapidement, alors que les conditions financières s'assouplissent et que les gains salariaux sont toujours élevés, l'inflation s'accélère à nouveau, comme elle l'a fait dans les années 1970, en entravant les attentes de réduction de taux plus audacieuses.

Du côté des prévisions plus prudentes, les Études économiques BMO s'attendent à ce que les taux des obligations américaines à 5 ans et à 10 ans atteignent 3,80 % et 3,75 % respectivement à la fin de 2024, ce qui est assez proche des niveaux actuels. La même chose s'est produite au Canada, où les taux des obligations à 5 et à 10 ans devraient atteindre 3,20 % et 3,00 % respectivement, demeurant bien en deçà des taux américains à cause de l'amélioration de la situation budgétaire canadienne, de la faiblesse de l'économie et de la baisse générale de l'inflation. Les prévisions de taux sur deux ans de BMO sont plus audacieuses et l'on s'attend à une baisse supplémentaire de 50 pdb, stimulée par la baisse des taux directeurs. Dans ce scénario, l'écart de la courbe des taux des obligations à 2 ou à 10 ans du Canada et des États-Unis devrait s'accroître (c'est-à-dire que l'écart deviendra plus positif), mais les risques resteront négatifs (inversés), une situation historiquement associée à un risque accru de récession.

En ce qui concerne les marchés des titres de créance, nous admettons que le rendement de cette année a été beaucoup plus élevé que prévu, surtout dans le secteur des titres à rendement élevé. Le raffermissement des économies, la baisse de l'inflation et l'intérêt renouvelé pour les placements à revenu fixe – qui découlent de la combinaison de meilleurs taux de rendement depuis des années et de l'efficacité fiscale des obligations à escompte – ont contribué à soutenir une forte demande d'obligations de sociétés. Cependant, cela soulève la question de

savoir si la rémunération actuelle de l'investisseur est adéquate, compte tenu du ralentissement économique et des coûts de remboursement beaucoup plus élevés pour les sociétés qui ont profité d'années de faibles taux de rendement. Malheureusement, les attentes varient d'une période d'étude à l'autre. À la lumière des deux dernières années marquées par la forte croissance de l'économie et l'élargissement des écarts, certains diront que le resserrement des écarts de plus de 30 % au quatrième trimestre de 2023 donne des valorisations chères. Cependant, si l'on examine la moyenne des 10 dernières années, surtout dans le segment des titres à rendement élevé, l'argument ne confirmerait pas nécessairement une surévaluation.

Selon nous, les marchés pourraient terminer l'année légèrement plus chers par rapport au contexte fondamental, mais nous restons optimistes à l'égard des perspectives de rendement des placements en titres à revenu fixe pour 2024. Compte tenu du niveau des taux de rendement, les obligations seront mieux placées pour faire

face à la volatilité plus élevée et aux chocs économiques. Selon les prévisions de taux d'intérêt des Études économiques BMO, la partie à court et à moyen terme de la courbe des taux offrirait le meilleur potentiel de rendement au cours des 12 prochains mois.

En fonction de ces attentes, nous maintenons nos principaux thèmes de placement : 1) cibler une duration neutre du portefeuille; 2) augmenter graduellement l'exposition aux obligations d'État; et 3) maintenir une préférence pour les obligations de sociétés de qualité supérieure. Nous sommes toujours d'avis qu'il est prudent d'étoffer les portefeuilles d'obligations et d'investir graduellement dans les liquidités et les échéances et, s'il y a lieu, de tirer parti des occasions plus avantageuses sur le plan fiscal que le marché continue d'offrir.

N'hésitez pas à communiquer avec les services de conseils en placement de BMO Nesbitt Burns si vous avez des questions ou si vous souhaitez discuter de votre portefeuille.



Déclaration générale

Les renseignements et les opinions contenus dans le présent rapport ont été établis par les Services-conseils en gestion de portefeuille de BMO Gestion privée (« BMO Gestion privée »). La présente publication est protégée par les lois sur le droit d'auteur. Les points de vue et opinions qui y sont présentés peuvent différer des vues exprimées par le service des recherches de BMO Marché des capitaux. Aucune partie de ce document 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 écrite de BMO Gestion privée. 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 aviser l'expéditeur dans les plus brefs délais et le supprimer sans le lire, le copier ou le transférer à quelqu'un d'autre. Les opinions, estimations et projections contenues dans ce document ont été établies par BMO Gestion privée à la date indiquée et peuvent changer sans préavis. BMO Gestion privée déploie tous les efforts requis pour s'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 Gestion privée 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 Gestion privée et ses sociétés affiliées peuvent par ailleurs disposer de renseignements absents du présent document. Ce document n'est pas une offre de vente ni une sollicitation d'offre d'achat ou de vente de titres. BMO Gestion privée 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 Gestion privée, ses sociétés affiliées ainsi que leurs dirigeants, administrateurs ou employés peuvent détenir des positions acheteur ou vendeur sur les titres dont il est question dans ce rapport, sur des titres connexes ou sur des options, contrats à terme ou autres produits dérivés desdits titres. BMO Gestion privée 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 les Services-conseils en gestion de portefeuille de BMO Gestion privée ou leur offrent d'autres services rémunérés. BMO peut avoir consenti des prêts importants à certains des émetteurs mentionnés dans ce document. BMO Gestion privée est une filiale en propriété exclusive de la Banque de Montréal. Diffusion des rapports : Les rapports des Services-conseils en gestion de portefeuille de BMO Gestion privée sont mis simultanément à la disposition de tous les conseillers en placement de BMO Gestion privée. 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. 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 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 successorales 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 investisseurs et de l'Organisme canadien de réglementation des investissements. 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.