

Stratégie de placement

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

L'accélération de la productivité – le Saint-Graal des investisseurs

Les marchés boursiers mondiaux ont fait fi de divers scénarios baissiers en 2023, poursuivant cette tendance jusqu'à maintenant en 2024. À la grande exception de la Chine, dont la croissance s'est péniblement enlisée, les principaux marchés boursiers du monde, notamment ceux de l'Europe (EURO STOXX 50), de l'Amérique du Nord (Dow et S&P 500) et du Japon (Nikkei), ont atteint de nouveaux sommets historiques. Dans la mesure où les marchés boursiers figurent parmi les meilleurs indicateurs économiques avancés, cette situation ne laisse en rien présager une récession mondiale au cours des prochains trimestres.

L'histoire nous apprend que la vigueur du marché engendre une vigueur toujours plus grande. Comme l'a fait remarquer notre collègue Brent Joyce, stratège en chef, Placements, BMO Gestion privée de placements inc., les nouveaux sommets historiques sont porteurs, poussant le marché à emprunter une trajectoire haussière. En effet, depuis 1950, après avoir atteint un nouveau sommet, le S&P 500 a enregistré des résultats positifs plus de la moitié du temps au cours des trois, six et douze mois suivants. Et depuis 1960, après avoir atteint un nouveau sommet historique à la suite d'un marché baissier (comme cela a été le cas en 2022), le S&P 500 a progressé 88 % du temps au cours des trois, six et douze mois suivants. Cela semble être la voie de la moindre résistance cette fois-ci également. À court terme, les attentes en matière d'inflation restent très bien ancrées, autour de 2 %, ce qui devrait permettre aux banques centrales de commencer à réduire leurs taux vers le milieu de l'année. L'équipe des Études économiques de BMO continue de croire que la Banque du Canada commencera à réduire ses taux en juin, devançant la Réserve fédérale américaine (Fed), ce qui présente des aspects positifs évidents, car – comme l'ont fait remarquer

nos partenaires de recherche chez NDR – les rendements obligataires ont **toujours** reculé devant une première baisse des taux. Voilà qui serait clairement favorable aux actions dites de valeur, sensibles aux taux d'intérêt et défensives, qui tirent de l'arrière, et pour la performance relative du S&P/TSX par rapport au S&P 500. En outre, les actions enregistrent presque toujours des gains importants pendant les cycles d'assouplissement. Si l'on remonte à 1970, le rendement médian annualisé du S&P 500 pendant les cycles d'assouplissement a été supérieur à 25 %. La seule exception a été la période 2001-2003, qui a suivi l'éclosion de la bulle technologique.

À plus long terme, la clé sera la progression soutenue de la productivité sous l'impulsion des États-Unis (comme d'habitude), mais nous pensons aussi que le Canada en profitera à terme, moyennant de meilleures politiques et mesures incitatives pour accroître les investissements en capital, en particulier dans le domaine de la technologie. Bien que l'accélération de la productivité reçoive moins d'attention que d'autres variables macroéconomiques importantes (parce qu'elle évolue lentement et avec un décalage considérable suivant les investissements), nous pensons qu'elle est fondamentale, puisqu'elle augmente le potentiel de croissance à long terme de l'économie et des marges des entreprises, sans créer de dangereuses pressions inflationnistes. Dans le contexte actuel, nous pensons que les énormes investissements dans l'intelligence artificielle, l'informatique dématérialisée, les véhicules autonomes, etc. se répercuteront forcément dans le monde réel. À titre d'exemple, *The Economist* a récemment indiqué que l'intelligence artificielle augmentait d'un tiers la productivité des vendeurs et des codeurs dans les jeunes pousses technologiques. C'est loin d'être anodin pour des entreprises qui dépensent généralement vite et sans compter et qui jouent contre le temps pour générer des flux de trésorerie positifs.

Le parallèle des années 1990

Nous avons vu des analyses baissières selon lesquelles nous pourrions tomber dans un cycle de stagflation comparable à celui des années 1970, ce qui serait évidemment très pénible pour les investisseurs (les actions américaines ont eu des rendements négligeables au cours de cette décennie). Or, nous pensons que le scénario le plus probable et le plus porteur pour l'économie et les marchés nord-américains est celui des années 1990. Les investissements dans l'informatique (ordinateurs de bureau et portatifs), les communications sans fil et l'Internet ont vraiment décollé dans les années 1980 et au début des années 1990. Il a toutefois fallu du temps pour que les employés exploitent réellement la puissance de ces « nouveaux » outils technologiques, mais enfin, vers le milieu des années 1990, la productivité a vraiment commencé à s'accélérer. La Réserve fédérale de Saint Louis estime que l'accélération de la croissance de la productivité du travail qui a commencé au milieu des années 1990 a été l'événement économique déterminant de la décennie.

La production horaire dans le secteur de la fabrication de haute technologie a connu une croissance rapide tout au long des années 1990 et le taux de croissance s'est fortement accéléré au cours de la seconde moitié de la décennie. Nous pensons qu'il s'agit là d'un facteur important qui a contribué au marché haussier spectaculaire auquel nous avons assisté au cours de cette période. Il convient aussi de noter que la productivité s'est aussi fortement accélérée au Canada dans les années 1990, sans toutefois rattraper le rythme enregistré aux États-Unis. C'est un scénario nous apparaît plausible aussi pour le présent cycle, un avis que partage l'économiste en chef de BMO Doug Porter.

Cycle actuel

La productivité américaine au quatrième trimestre a atteint 2,7 % en glissement annuel, soit le rythme le plus rapide depuis le premier trimestre de 2021. Ainsi, les coûts unitaires de main-d'œuvre, c'est-à-dire les coûts de main-d'œuvre supérieurs à la productivité, n'ont augmenté que de 2,3 % en glissement annuel, soit près du rythme le plus lent depuis le deuxième trimestre de 2021 (baisse de la pression inflationniste), et bien en deçà de son taux moyen sur cinq ans. Cette situation est favorable à la croissance des marges et correspond historiquement à une évolution positive des marchés boursiers supérieure à la moyenne. Elle vient aussi renforcer la hausse actuelle des cours des actions. Le ralentissement de la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre suppose également une diminution des pressions inflationnistes sous-jacentes. Les indicateurs de productivité

de nos partenaires de recherche NDR montrent des gains dans la majorité des secteurs, ce qui milite en faveur de la viabilité de la tendance.

Analyse technique

Nos recherches nous poussent rarement – pour ainsi dire jamais – à évoquer une notion de « garantie », mais un recul au troisième trimestre d'une année d'élection présidentielle aux États-Unis est un événement à peu près aussi « garanti » que ce que l'on peut observer dans notre secteur d'activité.

Si l'on fait abstraction de l'anomalie extrême de 2008, depuis 1980, le recul moyen au cours d'un troisième trimestre est de -8,28 % (-10,27 % si l'on tient compte de 2008). La bonne nouvelle est que si on analyse les moyennes historiques, on s'aperçoit qu'on n'en est encore qu'au milieu de la course pour ce qui est de la façon dont un marché haussier cyclique moyen s'inscrit dans des marchés haussiers séculaires plus vastes. Historiquement, ils ont tendance à durer environ 30 mois et à inscrire un gain moyen de 86 %. Si l'on applique ces données au creux d'octobre 2022, on obtient une cible de 6 493 pour le S&P 500 en 2025.

Cette cible semble un peu trop ambitieuse à ce stade, bien entendu, mais l'histoire montre que l'atteinte de nouveaux sommets historiques est très probable après toute correction en milieu d'année, et les turbulences importantes devraient nous être épargnées d'ici 2025. Par ailleurs, alors que les méga-capitalisations technologiques ont fait l'objet de toutes les attentions, faisant le gros du travail des indices américains, les marchés boursiers mondiaux se sont en fait plutôt bien comportés. Fin février, l'Allemagne, la France, la Suisse, la Corée du Sud (une de nos principales mesures de l'activité économique par référence au marché), Taiwan, l'Inde et le Japon ont atteint des sommets sur 52 semaines ou des records historiques. En fait, le 22 février, le Japon a atteint son premier sommet historique depuis 1989, ce qui est fantastique. Baromètre plus général de l'activité des marchés boursiers mondiaux, l'indice MSCI Monde hors États-Unis a également atteint un nouveau sommet sur 52 semaines à la fin du mois de février; il ne s'agit donc pas seulement d'un engouement pour l'intelligence artificielle, mais bien d'une amélioration constante de l'économie mondiale.

Enfin, les « canaris dans la mine de charbon », qui annoncent généralement des dégagements importants (de l'ordre de 10 % à 15 %, voire plus), se portent bien à l'heure actuelle. Il s'agit notamment de mesures clés d'appétit ou d'aversion pour le risque, comme la performance du secteur de la consommation discrétionnaire par rapport au secteur de la

consommation de base ou du secteur de la finance par rapport à celui des services aux collectivités, et la surperformance continue des secteurs sensibles à l'économie comme ceux de la technologie et de l'industrie, qui sont tous le reflet d'une économie saine.

Les indicateurs de confiance du marché obligataire somnolent également : les différentiels de taux entre les obligations de sociétés et celles du Trésor et les indices de swaps sur défaillance sont cantonnés près de leurs creux de 52 semaines, ce qui est une bonne chose (autrement dit, les investisseurs en obligations ne sont pas inquiets). Historiquement, ces indicateurs ont tendance à faire demi-tour et devenir négatifs dans les 6 à 12 mois avant l'amorce d'un marché véritablement baissier. Ainsi, jusqu'à ce que nous observions un changement plus défensif dans ces indicateurs, nous restons optimistes pour les actions.

Nous vous invitons à communiquer avec votre conseiller en placement BMO Nesbitt Burns si vous avez des questions ou si vous souhaitez discuter de vos placements.



Déclaration générale

Si vous êtes déjà un client de BMO Nesbitt Burns Inc., veuillez communiquer avec votre conseiller en placement pour obtenir plus de précisions. 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 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 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 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 Nesbitt Burns à la date indiquée et peuvent changer 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 document ou de son contenu. BMO Nesbitt Burns ou ses sociétés affiliées peuvent par ailleurs disposer d'information ne figurant pas ici. Ce document n'est pas une offre de vente ou une sollicitation d'offre d'achat ou de vente de titres. 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 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 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 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 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 des investissements. La Société de fiducie BMO et BMO Banque de Montréal sont membres de la Société d'assurance-dépôts du Canada.

« BMO (le médaillon contenant le M souligné) » est une marque de commerce déposée de la Banque de Montréal, utilisée sous licence.