

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'intelligence artificielle et la peur de manquer quelque chose (FOMO)

« Quiconque croit que la croissance exponentielle peut durer éternellement dans un monde limité est soit un fou soit un économiste. »

~ Warren Boulding, économiste américain

La plupart des gens ont tendance à être rationnels et soucieux de la valeur. Par exemple, Costco, un de nos détaillants préférés, a bâti un empire en offrant des produits de grande qualité à d'excellents prix – les consommateurs apprécient clairement ce modèle d'affaires. Cependant, dans le cas des placements, et en particulier les placements en actions, il arrive que les investisseurs n'aient plus cet instinct et décident d'acheter des actions simplement parce qu'elles continuent leur progression. À notre avis, nous vivons l'un de ces moments, et nous croyons que les « marchands d'armes » de l'intelligence artificielle (IA) forment une bulle spéculative classique, comme le montrent leurs multiples de capitalisation du ratio cours-vente extrêmement élevés (par marchands d'armes, nous entendons les sociétés de semi-conducteurs comme ARM Holdings, Nvidia et Broadcom qui fournissent les puces pour entraîner les grands modèles linguistiques). Maintenant, un divulgâcheur : les bulles spéculatives ne se terminent jamais bien. C'est vrai que l'on parle des tulipes du 17^e siècle, des chemins de fer du 19^e ou des premiers sites Internet au début du 21^e. Cela dit, les prix des actifs peuvent continuer d'augmenter bien plus longtemps que beaucoup le prévoient, et c'est particulièrement vrai pour les thèmes émergents qui capturent l'imagination collective des négociateurs. Cependant, en fin de compte, même si les actions des sociétés d'intelligence artificielle peuvent encore progresser, le risque/rendement à long terme semble nettement moins attrayant aux niveaux de valorisation actuels. Si l'on prend l'exemple de l'immobilier, payer trop cher une maison réduit les gains attendus à long terme et il en va de même pour les actions de sociétés.

Le *Wall Street Journal* a récemment cité une étude qui montre que plus de 50 milliards de dollars américains ont été investis dans les puces de Nvidia depuis le lancement de ChatGPT en novembre 2022 (le début non officiel de l'essor de l'IA). Cependant, les entreprises en démarrage du secteur de l'intelligence artificielle n'ont réalisé que 3 milliards de dollars américains de ventes jusqu'à présent. Ce nombre devrait augmenter, mais la divergence semble insoutenable, sans compter que le monde n'a peut-être pas besoin d'une douzaine de grands modèles linguistiques différents. Il existe, bien entendu, d'autres utilisations commerciales et défensives de l'intelligence artificielle, mais jusqu'à présent, la grande majorité des profits a bénéficié aux marchands d'armes susmentionnés. Tôt ou tard, l'analyse de rentabilité doit s'améliorer pour les sociétés de logiciels, de peur qu'elles ne veuillent plus continuer à augmenter leurs dépenses en centres de données/IA aux rythmes actuels.

Cela nous ramène à une excellente citation du fondateur de Sun Microsystems, Scott McNealy qui a dit lors d'une entrevue accordée alors que la bulle technologique était en train de s'effondrer, en 2002 :

« À 10 fois les revenus, pour vous donner un remboursement sur 10 ans, je dois vous verser la totalité des revenus en *dividendes 10 ans de suite*. En supposant que mes actionnaires soient d'accord. En supposant que le coût des marchandises vendues est nul, ce qui est très difficile pour une société d'ordinateurs. En supposant des dépenses nulles, ce qui est très difficile avec 39 000 employés. En supposant que je ne paie pas d'impôt, ce qui est très difficile. En supposant que vous ne payez pas d'impôt sur vos dividendes, ce qui est plutôt illégal. En supposant qu'avec zéro R et D pour les 10 prochaines années, je puisse maintenir le taux de revenus actuel. Cela étant dit, l'un d'entre vous souhaite-t-il acheter mes actions à 64 \$? Vous rendez-vous compte à quel point ces hypothèses de base sont farfelues? Vous n'avez pas besoin de transparence. Vous n'avez pas besoin de notes de bas de page. À quoi pensiez-vous? »

~ Scott McNealy, *Business Week*, 2002

La réplique à cette déclaration est une forte croissance et des barrières à l'entrée élevées protégeant les marges bénéficiaires élevées qui peuvent faire en sorte que les ratios de capitalisation soient plus raisonnables à l'avenir. D'accord, mais dans le cas des puces conçues du chou chou ARM Holdings, par exemple, les actions se négocient à 42x les ventes prévues en 2024. Même si les prévisions de croissance sont très optimistes, le titre se négociera toujours à 22x en 2028, selon les prévisions. L'histoire de la finance nous montre clairement qu'aucun pays, secteur ou société ne peut échapper à la « loi des grands nombres », qui fait invariablement baisser les taux de croissance.

Nous nous appuyons sur les actions de l'indice composé S&P/TSX et de l'indice S&P 500, qui se négocient à un ratio cours/vente supérieur à 10x (selon les estimations des ventes du prochain exercice), et quelques conclusions en découlent :

1. Ce club de la valorisation d'exception se concentre sur les actions technologiques ou d'autres sociétés présentant de solides caractéristiques technologiques.
2. En général, ces actions ont inscrit d'excellents rendements l'année dernière. Voici un aperçu ascendant des flux des capitaux des investisseurs sur le marché.
3. La grande majorité de ces actions affichent des rendements en dividendes négligeables.

Ce dernier point est particulièrement intéressant puisque, historiquement, les dividendes représentent la majorité des rendements boursiers. Dépendamment de l'étude examinée, environ 60 % du rendement total des actions nordaméricaines au cours du siècle dernier provient de dividendes (et même plus lorsque l'on tient compte du réinvestissement des dividendes). En conséquence, c'est la situation actuelle de faible rendement qui est anormale. Nous nous attendons à ce que la tendance historique se réaffirme tôt ou tard, et à ce que les actions qui versent des dividendes, en particulier les sociétés qui les augmentent, retrouvent leur lustre auprès des investisseurs. L'impôt supplémentaire récent sur les rachats d'actions aux États-Unis et un contexte de taux d'intérêt plus normalisés (c'est-à-dire plus élevés) pourraient tôt ou tard contribuer à changer le comportement des sociétés et les préférences des investisseurs à cet égard.

Les dividendes jouent un rôle important dans nos portefeuilles

Les dividendes sont distribués aux actionnaires par les sociétés en signe de stabilité financière. Bon nombre des

actions qui versent des dividendes sont celles qui sont parvenues à un point de leur croissance où leurs flux de trésorerie disponibles peuvent couvrir suffisamment leurs engagements stratégiques – il est plus logique de distribuer les bénéfices excédentaires plutôt que de les réinvestir dans la société. Bien que les actions à dividendes ne soient pas toutes arrivées à maturité et stables¹, les sociétés qui versent des dividendes stables et croissants donnent aux portefeuilles un avantage important. En comparant le rendement avec et sans dividendes de l'indice composé S&P/TSX, de janvier 1985 à juin 2024, nous avons constaté que le réinvestissement des dividendes a triplé le rendement par rapport au rendement des cours.

Par rapport aux actions de croissance, ces actions à rendement élevé n'ont pas reçu autant d'amour récemment – les actions à rendement supérieur à 2 % ayant moins bien fait que les actions versant un rendement inférieur à 2 % (ou 0) – de sorte que nous croyons qu'il y a de bons placements axés sur la valeur dans ce segment. Des sociétés comme Verizon (taux de rendement de 6,5 %), Canadian Natural Resources (taux de rendement de 4,3 %) et Medtronic (taux de rendement de 3,5 %) ont toutes versé des dividendes stables et en croissance au cours des 20 dernières années et exercent leurs activités dans des secteurs où les barrières à l'entrée sont relativement élevées.

En 1973, les actions à rendement élevé se sont bien mieux comportées, avec une volatilité inférieure et une baisse dans la moyenne. Ce qui est anormal, c'est le rendement récemment supérieur des actions qui ne versent pas de dividendes.

Analyse technique

Dans le rapport de juin, nous avons discuté de nos « canaris dans la mine de charbon » – les indicateurs qui avertissent de marchés baissiers réels – notamment les écarts de taux, les swaps sur défaillance, les mesures de l'activité économique fondées sur le marché et le rendement des secteurs marqués par un « appétit ou une aversion pour le risque ». Ils sont tous sains et ont généralement atteint des sommets historiques, ou presque, ce qui suggère que la menace d'un marché baissier réel au deuxième semestre de l'année est pratiquement nulle. Par conséquent, les cibles de hausse de 23 224 pour l'indice S&P/TSX et de 5 575 pour l'indice S&P 500 restent en vigueur et nous nous attendons à ce que les indices atteignent ces cibles, ou s'en rapprochent à un moment donné dans les semaines à venir.

Fait intéressant, les indicateurs d'ampleur se sont quelque peu détériorés sous la surface ces derniers temps, ce qui donne à penser que les marchés se préparent à un repli à moyen terme au troisième trimestre, parallèlement à la saisonnalité traditionnelle et des élections présidentielles. Par exemple, même si les indices S&P 500 et l'indice composé Nasdaq ont récemment atteint de nouveaux sommets historiques, ils n'ont pas été confirmés par les indicateurs d'avancées et de déclin que nous suivons (ligne avance/déclin traditionnelle du NSYE, ligne avance/déclin des actions ordinaires seulement et ligne avance/déclin du S&P 500).

En fait, l'ampleur du rendement de la Bourse de New York a été négative la plupart du temps au cours des deux dernières semaines de juin (c'est-à-dire qu'elle a connu plus de déclin que d'avancées la plupart des jours), malgré les nouveaux sommets persistants de l'indice S&P 500. En même temps, le pourcentage des actions de l'indice S&P 500 qui se négocient au-dessus de leur moyenne mobile sur 50 jours ne s'établit qu'à un tout petit 44 %.

Une baisse vers une moyenne mobile sur 50 jours, ou légèrement en dessous, est un repli à court terme assez standard, ce qui signifie que la majorité des actions de l'indice S&P 500 sont déjà en mode de correction dans une certaine mesure. Enfin, le nombre d'actions individuelles à la Bourse de New York atteignant de nouveaux sommets de 52 semaines a aussi considérablement diminué.

En février et en mars, il était courant de voir 350 à 400 émissions atteindre des sommets de 52 semaines. Pendant la majeure partie de la deuxième moitié de juin, il y en a eu moins de 50. En fait, quelques-unes des sociétés technologiques à très grande capitalisation (AAPL, MSFT et NVDA en particulier) ont soutenu les marchés (en raison de la faiblesse persistante des taux d'intérêt à long terme), alors que presque tout le reste des actions est resté stable ou s'est corrigé.

En même temps, la plupart des indicateurs de nos modèles d'anticipation à court et à moyen terme reflètent des situations extrêmes de surachat. Il s'agit en particulier des indicateurs de momentum, mais aussi des indicateurs de confiance, où notre indicateur de confiance composé est maintenant revenu à des extrêmes trop optimistes.

À bien des égards, c'est exactement ce qui s'est produit l'été dernier avant la baisse de 10 % de l'indice S&P 500, de juillet à octobre. Dans des rapports précédents, nous avons noté que, pendant les élections présidentielles, les reculs à moyen terme ont tendance à commencer en août; ils durent environ cinq à six semaines et diminuent d'environ 8 %, leur creux étant habituellement atteint avant les élections.

Ne soyez donc pas surpris si les marchés boursiers s'amollissent à la fin de l'été. Il s'agit généralement d'une situation temporaire, et étant donné l'état de nos « canaris dans la mine de charbon », on s'attend à de nouveaux sommets une fois les élections passées.

Les écarts de taux d'intérêt les plus élevés entre le Canada et les États-Unis dans l'histoire récente sont-ils toujours justifiés?

La Banque du Canada (la « BdC ») a finalement amorcé son cycle d'assouplissement en juin, en réduisant son taux de financement à un jour de 0,25 % pour le porter à 4,75 %. Cette mesure, qui était très attendue, a devancé la décision de la Réserve fédérale américaine (la « Fed »), qui ne devrait pas modifier ses taux avant septembre, voire après les élections du 5 novembre aux États-Unis. Elle a favorisé les taux d'intérêt, en particulier à l'extrémité courte de la courbe des taux, où le secteur des échéances a tendance à être plus sensible aux décisions de politique monétaire, et a contribué à la reprise du rendement du deuxième trimestre après un début d'année plus difficile. La hausse prévue décidée par la BdC a aidé à maintenir le huard près de son creux par rapport au dollar américain, mais elle a également poussé la courbe des taux canadienne à la baisse par rapport aux États-Unis.

Objectivement, différentes trajectoires de croissance/inflation ont mené à différentes cibles de politique monétaire, la BdC ayant clôturé son resserrement de taux à 5 % l'an dernier, ce qui est inférieur à la fourchette de 5,25 % à 5,50 % de la Fed. À elle seule, cette différence contribue à justifier la faiblesse de la courbe des taux et, combinée au contexte économique plus anémique actuel, explique le rendement supérieur du marché obligataire canadien jusqu'à présent cette année. Cependant, elle ne justifie pas, à notre avis, les écarts de taux les plus prononcés entre le Canada et les États-Unis dans l'histoire récente.

Premièrement, les données du début du deuxième trimestre sur la croissance économique du Canada sont plus encourageantes, tandis que celles des États-Unis ont nettement ralenti. De plus, les économistes de BMO s'attendent à ce que la croissance canadienne reprenne lentement et réduise graduellement l'écart avec les États-Unis; on s'attend à ce que les résultats soient plus solides de ce côté-ci de la frontière en 2025 : BMO prévoit que la croissance du PIB au Canada et aux États-Unis s'établira à 2,0 % et à 1,8 %, respectivement. Deuxièmement, après plusieurs mois consécutifs de baisse de l'inflation, l'IPC du Canada a étonnamment rebondi en mai, son paramètre de base se stabilisant juste en deçà de 3 % et se rapprochant de celui de 3,4 % aux États-Unis.

Fait intéressant, bien qu'il soit inférieur au niveau américain, il est supérieur à la mesure privilégiée par la Fed, l'indice des prix des dépenses personnelles de consommation (« DPC »)², qui a chuté à 2,6 %. De plus, les attentes à l'égard de la politique monétaire des deux côtés de la frontière sont assez semblables; les économistes de BMO encourageant la BdC et la Fed à réduire leurs taux directeurs de 125 points de base avant la fin de 2025, ce qui laisse un écart de 50 à 75 points de base (pdb), inférieur aux écarts historiques les plus prononcés (supérieurs à 200 pdb).

Certes, les gains de productivité au Canada restent plus faibles, notre économie est plus sensible aux taux d'intérêt et les taux du marché sont peut-être plus sensibles aux meilleures perspectives économiques à long terme aux États-Unis; mais ce sont les conditions depuis des années. Nous reconnaissons que les taux américains à long terme pourraient également être contraints de monter sous peu, parce que les chances de Trump de reprendre la Maison-Blanche en novembre ont augmenté. Cependant, nous nous demandons si cela sera suffisant pour maintenir ou même élargir les écarts de taux à ce moment-là. Nous croyons plutôt que les perspectives actuelles laissent une marge limitée pour des écarts plus importants et plaideraient en faveur d'une baisse de la courbe des taux canadienne par rapport à celle des États-Unis (écarts de taux plus

faibles). À court terme, donc, à moins de surprises de la part des banques centrales, il y a peu de chance que les taux canadiens reculent, sauf s'ils sont stimulés par une mesure semblable sur le marché des taux américain. En fait, nous avons tendance à croire que le risque se situe au niveau d'une réduction des écarts, qui mènerait le marché canadien à afficher probablement un rendement inférieur à celui de son pendant américain.

Pour les investisseurs, « sous-performance » ne signifie pas nécessairement « rendements négatifs », mais plutôt des rendements potentiellement moins attrayants que ceux qui pourraient être obtenus au sud de la frontière. Cela signifie également qu'après des années d'accoutumance aux gains en capital, ceux-ci pourraient être plus limités à court terme, puisque nous nous installons dans un environnement plus normalisé où la majeure partie des rendements d'un portefeuille obligataire sera générée par le revenu sous forme de coupons. Malgré le risque de volatilité liée aux surprises en matière d'emploi et d'inflation, comme nous l'avons connu en juin, nous continuons de recommander de tirer parti des replis du marché pour repousser les échéances et passer à une duration neutre.

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



¹ N'oubliez pas que les dividendes ne sont pas des obligations et que les sociétés ont le droit de réduire leurs dividendes ou d'arrêter d'en verser. La grande crise financière, où presque toutes les banques ont réduit ou complètement éliminé leurs versements de dividendes, en est un excellent exemple.

² Le DPC et l'IPC de base sont deux des mesures de l'inflation, mais elles diffèrent par leur méthodologie et les éléments qu'elles prennent en compte. L'IPC mesure les prix au niveau de l'utilisateur final, tandis que le DPC tire ses données du dernier rapport sur le PIB, ce qui signifie qu'il dispose d'un ensemble de données plus complet et qu'il prend mieux en compte la substitution des biens par les consommateurs. Le DPC reflète aussi mieux la consommation et les dépenses des ménages. L'IPC de base tend à être supérieur au DPC de base. La pondération et les sources du DPC en font la mesure de l'inflation privilégiée par la Réserve fédérale (source : Britannica Money).

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, y compris BMO Nesbitt Burns Inc., qui offrent des produits et des services de gestion privée de patrimoine. BMO Nesbitt Burns Inc. est une filiale en propriété exclusive de la Banque de Montréal. BMO Nesbitt Burns Inc. est membre du Fonds canadien de protection des épargnants et de l'Organisme canadien de réglementation des investissements. Pour toute question, veuillez communiquer avec votre conseiller en placement de BMO Nesbitt Burns.

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