

Querelles nouvelles et renouvelées

Jawboning (nom) : [traduction] utilisation de la persuasion verbale

– Merriam-Webster Dictionary

En juillet, les marchés financiers ont réagi aux conflits, à la discorde et aux querelles, allant de la guerre au Moyen-Orient au retour des menaces tarifaires américaines et à une querelle familiale à la Réserve fédérale américaine.

Chaque situation a suscité une réaction généralement négative de la part des marchés. Cependant, dans l'ensemble, les replis des actions et des obligations sont modestes et compréhensibles.

L'évolution des cours sur les marchés boursiers mondiaux a été contrastée. Certains marchés qui ont inscrit les rendements les plus solides en début d'année (Japon, Nasdaq et marchés émergents) sont entrés brièvement en territoire de correction (en baisse de plus de 10 % par rapport au récent sommet). Néanmoins, ils sont toujours en tête dans les graphiques pour l'année. Dans de nombreux marchés, y compris ceux des indices S&P 500 et S&P/TSX, les baisses par rapport à leurs sommets ne sont que de faibles pourcentages à un chiffre, ce qui est conforme à une mise à l'épreuve normale plutôt qu'à un effondrement.

Dans certains secteurs, les replis représentent des rotations constructives entre les secteurs; dans d'autres, ils constituent des tests importants et une démonstration de rigueur. Ailleurs, ils reflètent un nettoyage de l'exubérance excessive. Nous ne considérons pas les résultats déficitaires de juillet comme un signe avant-coureur de catastrophe ni comme les éléments formant un sommet pour ce marché haussier. Nous considérons plutôt qu'il s'agit d'une pause qui permet de souffler.

Malgré la liste des préoccupations, les tendances structurelles qui soutiennent l'économie et les prix des actifs demeurent intactes. La résilience de la croissance mondiale et des marchés financiers a été mise à l'épreuve à plusieurs reprises. Notre point de vue selon lequel le contexte demeure solide est renforcé par la façon dont les marchés ont surmonté les obstacles de juillet.

Retour des problèmes liés aux tarifs douaniers

Juillet a ramené le programme commercial de l'administration américaine à l'avant-plan. Le Canada et les États-Unis n'ont pas réussi à s'entendre sur l'ACEUM. La Maison-Blanche a lancé de nouvelles menaces de tarifs douaniers de 50 % sur certains biens canadiens, dont certains sont actuellement visés par l'accord de libre-échange. Bien qu'il n'y ait pas eu de nouvelle entente, le traité demeure en vigueur et est maintenant assujéti à une réévaluation annuelle.

Les marchés ont en grande partie ignoré l'annonce. Le contexte est important, les nouveaux tarifs s'appliqueraient à environ 5 % des exportations canadiennes vers les États-Unis, ce qui n'est pas négligeable, mais pas suffisant pour ébranler l'ensemble de l'économie. La violation des exemptions de l'ACEUM est importune, mais, répétons-le, les preuves montrent qu'il s'agit d'une tactique de négociation conçue pour pousser le Canada à offrir davantage dans la négociation. Comme les tarifs ne devraient pas entrer en vigueur avant plusieurs semaines, il y a encore du temps pour une désescalade.

Même si le commerce demeure l'épée de Damoclès de l'économie canadienne, les marchés financiers canadiens demeurent vigoureux. L'économie canadienne n'est pas le marché boursier canadien : l'indice composé S&P/TSX a progressé de 11 % depuis le début de l'année, grâce à ses importantes pondérations dans les secteurs de l'énergie et des services financiers. Les entreprises du secteur des ressources sont confrontées à des répercussions tarifaires plus légères, et les services financiers n'en subissent aucune.

Le secteur industriel, qui représente 10 % de l'indice composé S&P/TSX et qui englobe les chemins de fer, les compagnies aériennes et les industries lourdes, contribue également à stimuler le rendement à mesure que les projets de Chantiers Canada émergent et que l'économie résiste mieux que prévu. De nombreuses sociétés exposées aux tarifs douaniers exploitent également des usines aux États-Unis, où la production n'est pas assujétiée à des tarifs douaniers.

Une situation très difficile

La reprise du conflit au Moyen-Orient a repoussé les prix du pétrole au comptant vers 100 \$ US le baril, avant une légère baisse. Les conséquences de la hausse des prix du pétrole et du retrait limité de la région sont les craintes d'inflation et la hausse des taux obligataires. Aux États-Unis, les coûts d'emprunt élevés compliquent la capacité du gouvernement à financer une dette et un déficit déjà gonflés. À l'approche des élections de mi-mandat de novembre, les électeurs sont frustrés par l'inflation; le résultat pourrait être une réaction contre le parti républicain au pouvoir.

Pour l'Iran, les difficultés économiques causées par un blocus naval américain complet ne feront qu'augmenter. Bien que le régime soit têtue, il ne peut pas tenir le coup indéfiniment sans risquer un effondrement économique total.

Bien que l'échec du cessez-le-feu au Moyen-Orient soit un pas dans la mauvaise direction, les pressions des deux côtés devraient encourager un retour aux négociations. Les contrats à terme sur le pétrole soutiennent ce point de vue : les prix de livraison des 12, 24 et 36 prochains mois demeurent dans une fourchette de 70 \$ US, ce qui donne à penser que les marchés n'anticipent pas un choc durable de l'offre.

Discipline appliquée

L'intelligence artificielle demeure un thème central du marché boursier. Les bénéfices du deuxième trimestre montrent que l'expansion de la capacité de calcul se poursuit, mais que la surveillance des investisseurs s'est intensifiée. Les sociétés à très grande échelle ont inscrit des rendements inférieurs depuis le début de l'année, car les inquiétudes s'intensifient quant à l'ampleur, la viabilité et la rentabilité future de leurs dépenses.

À l'inverse, les sociétés d'infrastructures de semi-conducteurs, de mémoire et de centres de données ont très bien fait, malgré des reculs marqués en cours de route. De nombreux acteurs clés continuent de surpasser les prévisions de bénéfices. Néanmoins, certaines des sociétés dont le cours de l'action a triplé en quelques mois ont vu ce cours baisser de moitié.

Les investisseurs en obligations ont également leur mot à dire et exigent plus de rigueur. Les récentes émissions de titres de créance des sociétés à très grande échelle reçoivent un soutien moins enthousiaste et génèrent des taux de rendement plus élevés.

Tout cela est normal. Les investisseurs en actions et en obligations posent les bonnes questions et votent avec leurs capitaux, exactement le type de discipline que nous voulons voir de pair à ce thème de placement en croissance rapide.

Le soutien des marchés boursiers ne se limite pas aux dépenses en immobilisations liées à l'IA

Les actions ne sont pas soutenues uniquement par les dépenses en immobilisations liées à l'IA. 62 % des sociétés ont publié leurs résultats, et le taux de croissance des bénéfices de l'indice S&P 500 pour le deuxième trimestre s'établit à 47 %, ce qui dépasse de loin les attentes qui étaient de 23 % avant la publication des résultats. De plus, chaque secteur a mieux fait que les attentes.

La croissance des bénéfices dépasse l'appréciation des cours, ce qui a permis à l'indice S&P 500 de devenir moins cher sur la base du ratio cours-bénéfice prévisionnel qu'au cours de la majeure partie des deux dernières années. L'indice S&P 500 se négocie actuellement à 21,2 fois les bénéfices prévisionnels des 12 prochains mois, ce qui est bien en deçà du sommet à court terme de 26,9 et de la moyenne sur deux ans de 23,6, et juste au-dessus du niveau de 18,6 après le jour de la libération.

Les résultats des sociétés canadiennes sont également solides. Comme 40 % des sociétés de l'indice composé S&P/TSX ont publié leurs résultats, la croissance globale des bénéfices s'établit à 37 %; 8 des 11 secteurs dépassent les attentes.

Les investisseurs devraient célébrer – et non déplorer – les gains des prix soutenus par la croissance des bénéfices et les nombreux exemples de discipline de marché que nous avons observés.

La hausse des taux de rendement réels est une caractéristique (et un bogue)

Maintenant que les prix du pétrole sont en hausse, les investisseurs pourraient instinctivement conclure que les préoccupations inflationnistes font grimper les taux de rendement. Bien que les attentes inflationnistes fassent partie de l'histoire, l'inflation de base semble suivre une trajectoire structurellement baissière, et les récentes données sur l'inflation globale ont surpris à la baisse dans de nombreux pays. La force plus durable derrière la hausse des taux obligataires a été l'augmentation des taux de rendement réels.

La hausse des taux de rendement réels est souvent un signe de forte croissance économique, c'est pourquoi nous la considérons plus comme une caractéristique qu'un bogue. Les actions confirment que le contexte économique est sain, mais que les taux obligataires plus élevés ont toujours un certain poids. Historiquement, lorsque les taux de rendement réels atteignent les niveaux observés aujourd'hui, les marchés boursiers trébuchent. Le fait que les difficultés de juillet aient été modestes est un autre signe positif.

Querelle familiale de la Fed

Les taux obligataires ont augmenté en partie en raison des turbulences entourant la Réserve fédérale américaine. Le nouveau président de la Fed, Kevin Warsh, veut abandonner la pratique de donner des indications prospectives et a ouvertement laissé entendre que la réunion du FOMC de juillet serait une querelle familiale. En ce qui concerne les indications prospectives, il préfère revenir à un monde où les marchés doivent tirer leurs propres conclusions sur l'avenir de la politique monétaire sans directives explicites de la Fed, la théorie étant que les marchés financiers sont des mécanismes importants de détermination des prix. Dégagés du poids des prévisions de la banque centrale, les marchés financiers parviennent mieux à fournir des signaux importants aux décideurs que dans la situation inverse. Les marchés eux-mêmes sont considérés comme de bons prévisionnistes économiques. En ce qui concerne la querelle, M. Warsh estime que la Fed devrait être une institution qui encourage un débat vigoureux. Les deux idéaux ont du mérite.

Cependant, en raison de ces changements et de l'incertitude, les acteurs du marché craignaient que la banque centrale n'en fasse pas assez pour contenir l'inflation. Nous ne parlerions pas de panique, mais cette situation rappelle le vieil adage : le marché obligataire cesse de paniquer lorsque la Fed commence à paniquer. M. Warsh semblait loin d'être paniqué lors de sa conférence de presse, même si les marchés obligataires ont certainement été ébranlés.

En l'absence d'indications des banques centrales, les acteurs du marché peuvent réagir de façon excessive à l'information. La volatilité des obligations fait partie des difficultés de croissance d'un nouveau régime de banque centrale.

Points de vue sur la répartition de l'actif – surpondération des actions, mais prudence à l'égard du risque

Nous préférons toujours les actions aux titres à revenu fixe. La croissance des bénéfices est robuste et presque partout – toujours à divers degrés, mais bonne à excellente dans de nombreuses régions et de nombreux secteurs. Sur certains marchés, les valorisations demeurent élevées, mais elles s'améliorent décemment aux États-Unis, au Japon et sur les marchés émergents en raison de la baisse des prix et de la hausse des bénéfices. Nous continuons de surveiller l'évolution de la situation et de réévaluer le positionnement pour nous assurer que les portefeuilles prennent un niveau de risque approprié.

Dans la composante des actions, nous croyons qu'il est prudent de maintenir une surpondération des actions canadiennes et américaines. Les actions canadiennes ont inscrit de solides rendements cette année, grâce à la préférence cyclique du marché et à l'importante exposition à l'énergie qui se redresse

en raison de la hausse des prix du pétrole et du gaz. À notre avis, le Canada est un complément intéressant aux placements américains axés sur la technologie et la croissance qui dominent les portefeuilles mondiaux.

Les États-Unis demeurent le siège de nombreuses entreprises dynamiques. Nous sommes encouragés par le fait que la solide croissance des bénéfices et les gains de cours s'élargissent à un plus large éventail de sociétés de toutes tailles. Les valorisations ont été quelque peu tempérées par le récent repli.

Nous sommes restés neutres pour les actions internationales. Les attentes de croissance des bénéfices en Europe demeurent inférieures à celles des autres choix de marché que nous avons.

Nous sommes plus optimistes à l'égard du Japon, où la normalisation des conditions financières et les réformes structurelles ont entraîné une renaissance du marché boursier. Le récent repli améliore les valorisations.

Les investisseurs pourraient envisager une légère surpondération des actions des marchés émergents, s'il y a lieu, compte tenu de la tolérance au risque. Les prévisions de croissance des bénéfices sont solides et les valorisations se sont améliorées à la suite du récent repli.

Le mot de la fin : C'est facile de parler.

Parmi tous les événements du mois, les fronts du Moyen-Orient et du commerce ont été en grande partie les mêmes. Le changement de ton et de procédure à la Fed était une nouvelle information à digérer.

En plus du taux du financement à un jour et de l'utilisation de leur bilan pour intervenir sur les marchés obligataires, les banques centrales peuvent utiliser un autre outil, soit les paroles, ou la persuasion verbale dans le lexique économique et politique. Cependant, les belles paroles ne coûtent pas cher. Le président Warsh épuise rapidement son allocation, même s'il obtient des résultats.

On croit – et cela est confirmé par son vote – que M. Warsh ne veut pas augmenter le taux des fonds fédéraux. Il est un universitaire chevronné et comprend que le marché obligataire lui-même peut resserrer les conditions financières; mieux encore, le marché obligataire offre plus de souplesse et n'a aucune réputation à protéger. Pour le moment, c'est exactement ce que la Fed a réussi à accomplir : des taux obligataires moins élevés à court terme (début de la courbe des taux) et des taux plus élevés à des échéances plus longues. Ces changements ont eu une incidence négative sur les actions et les obligations, mais M. Warsh pourrait penser que, comme les marchés vont bien, il s'agit d'un faible prix à payer pour atteindre ses objectifs.

Pour le moment, M. Warsh est satisfait de ce résultat. Si son approche va trop loin, elle pourrait ne pas être judicieuse pour la vigueur à moyen terme de l'économie ou du marché boursier aux

États-Unis. En fait, le contraire pourrait être nécessaire : des taux à court terme plus élevés et des taux obligataires à long terme moins élevés. Pour ce faire, la Fed devra observer de très bons résultats (et bientôt) sur le plan de productivité ou de l'inflation. Les deux pourraient se produire, mais si ce n'est pas le cas, les actes devront suivre les paroles. Autrement, M. Warsh risque d'aller trop loin dans sa stratégie.

Nous pensons qu'une Fed moins transparente est une bonne chose; réserver les indications prospectives pour les urgences la rend plus puissante. Le fait de permettre aux marchés des capitaux d'assimiler de l'information et de fournir un processus de détermination des prix sans indications prospectives des banques centrales est un retour à la normale. Les réactions sur les marchés financiers nous ont montré que les vieilles habitudes meurent durement. Nous sommes d'avis que les hommes et les femmes à la tête de la Fed (tous, car ce n'est pas l'affaire d'une seule personne) ne pousseront pas ces enjeux au point de trop perturber l'économie ou les marchés, ce qui irait à l'encontre de leurs objectifs.

Même si les derniers mois ont été agités, les données fondamentales se sont améliorées : l'inflation a ralenti plus que prévu dans de nombreux pays, tandis que l'emploi et la croissance ont résisté (surtout au Canada). Les bénéfices des sociétés continuent de se porter bien. Les chocs peuvent aller et venir – juillet les a vus venir, mais ils peuvent également s'estomper rapidement. Parallèlement, la résilience des marchés financiers et des économies se poursuit.

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



Les renseignements contenus dans le présent document 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 le présent document 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. Les informations, opinions, prévisions, projections et autres éléments contenus dans ce 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, sans s'y limiter, des produits de base, des titres ou d'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 de ces renseignements 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, 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.