Assembler tous les éléments pour renforcer votre patrimoine.

Souvenirs de la crise de 2008

Les paniques bancaires ne sont pas chose nouvelle. Avec l'année 2008 encore gravée dans notre mémoire, les évènements de la SVB Bank nous ont évidemment rappelé la crise financière. Cela dit, l'épisode actuel est selon nous davantage une peur qu'autre chose puisque seulement quatre banques ont fait faillite jusqu'à présent. Deux d'entre elles sont liés à la cryptomonnaie et les deux autres, SVB et Credit Suisse, sont coupables de très mauvaises pratiques de gestion des risques. Dans l'état actuel des choses, ces faillites ne semblent pas avoir le même effet contagieux que celles de la crise financière de 2008. N'oublions pas que l'immobilier était son principal coupable et que l'industrie affecte de nombreuses facettes de notre économie aujourd'hui. Actuellement, les écarts de crédit, qui mesurent le niveau de risque de la dette des entreprises, sont restés à des niveaux normaux, un signe positif. Cependant, les faillites bancaires actuelles ont démontré qu'il pourrait y avoir d'autres problèmes de liquidité au sein du système financier et même s'ils n'ont peut-être pas le même impact qu'en 2008, cela a certainement considérablement resserré les conditions de crédit. En conséquence, nous pourrons observer un impact sur les prêts qui se traduira par une baisse des revenus en général. Cela nous amène à nous demander : les marchés d'actions sont-ils surévalués ou sous-évalués ?

La question n'est pas simple. Nous l'examinerons de plus près dans la lettre de ce trimestre. En bref, les actions de valeur ont été délaissées pendant la majeure partie de cette année, les investisseurs revenant vers les secteurs du marché axés sur la croissance, un changement notable par rapport à 2022. Selon nous, la sous-performance de la valeur par rapport à la croissance a été exagérée. De plus, nous prévoyons que le la tendance à la hausse des prix relatifs pour les actions en valeur, qui a commencé en novembre 2021, devrait reprendre dans les mois à venir. Cela s'explique par les tendances sous-jacentes du P/E, le ralentissement de la croissance économique et les taux d'intérêt plus élevés à plus long terme. En fait, nous avons déjà commencé à voir les premiers signes d'un renversement des prix sur le front du style vers la fin du mois de mars, le Russell 1000 Value éclipsant son homologue de croissance de plus de 3% depuis le 23 mars. Par conséquent, alors que nous nous tournons vers le reste de 2023, nous continuons de conseiller aux investisseurs de continuer à prioriser la valeur dans leurs portefeuilles et d'utiliser les périodes de faiblesse comme opportunités pour renforcer leurs positions.

Communiquez avec nous

Roux et associés
Groupe de gestion de patrimoine
BMO Nesbitt Burns

1501, av. McGill College
Bureau 3200
Montréal, QC
H3A 3M8

www.christian-roux.com

Christian Roux
514-871-7026
christian.roux@nbpcd.com

Nektarios Pouliezos
514-282-5929
nektarios.pouliezos@nbpcd.com

Nancy Bélanger
514-871-7076
nancy.belanger@nbpcd.com

Elizabeth Le Comte
514-282-5808
elizabeth.lecomte@nbpcd.com

Actuellement, nous sommes confrontés à des évènements contradictoires : les impacts des multiples de valorisation des actions, plus élevés en période de baisse de l'inflation, et les tendances à la baisse des bénéfices lorsque la dynamique économique ralentit. Nous vivons les deux à la fois. En fait, la mesure de l'activité manufacturière de l'Institute for Supply Management est tombée à 46,3 en mars, confirmant le consensus des économistes. Néanmoins, nous pensons que le vent favorable de la baisse de l'inflation l'emportera sur celui des tendances à la baisse des BPA, ce qui se traduira par une année positive pour les actions.

De toute évidence, il ne faut jamais prendre à la légère les tensions qui apparaissent dans le secteur financier. Néanmoins, avant de paniquer, il importe de se pencher sur les indicateurs des titres à revenu fixe qui ont fait leurs preuves par le passé. À ce stade, aucun d'entre eux n'indique une quelconque fragilité dans le marché des titres à revenu fixe. L'écart entre les contrats de garantie de taux d'intérêt et les swaps indexés sur le taux à un jour, qui correspond essentiellement à la différence entre un taux intégrant le risque de crédit des grandes banques et le taux sans risque, a fortement baissé. De même pour les écarts des swaps sur défaut de crédit, comparables à une assurance qui verse une prestation en cas de défaut de l'émetteur, ainsi que les écarts obligataires (voir la rubrique Taux d'intérêt à la page 11). De telles baisses surviennent toujours lorsque le marché perçoit une diminution du risque. Autre fait encourageant, les données de la Réserve fédérale américaine (Fed) montraient un léger recul de la demande pour les facilités de liquidité mises à la disposition des banques. Comme l'a souligné l'analyste des titres financiers américains James Fotheringham, ceci laisse supposer que les retraits de dépôts ont suffisamment ralenti pour que les banques aient moins besoin de financement que les semaines précédentes.

Les actions nord-américaines intègrent déjà une certaine érosion du BPA - surtout en excluant les technologies

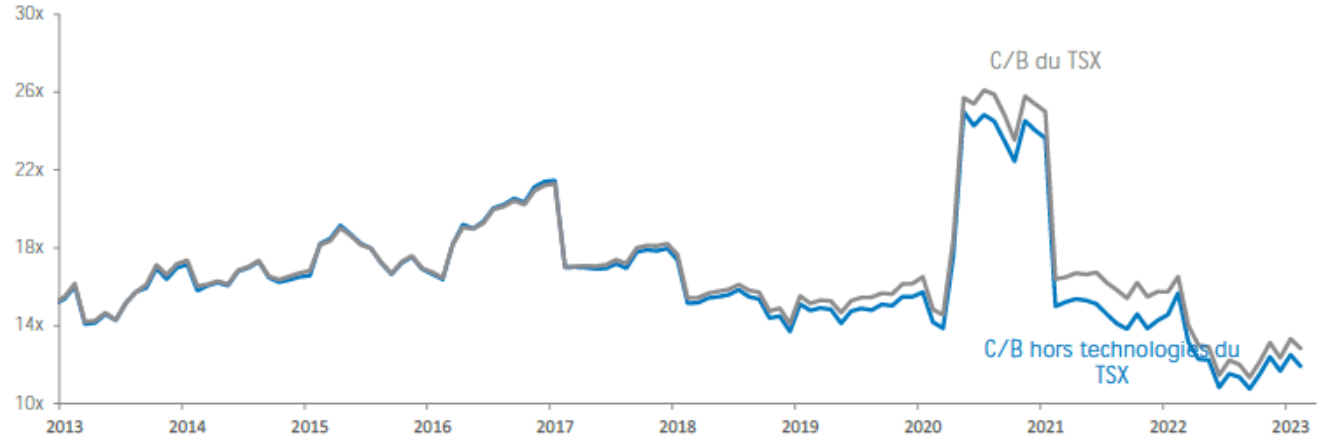
Le ratio cours-bénéfice du S&P 500 a nettement diminué et baisse encore de 1,5 point en excluant les technologies. Confirmant l'idée que les investisseurs doivent se montrer sélectifs et sensibles au prix lorsqu'ils constituent leur portefeuille.

Ratio C/B et ratio C/B hors technologies du S&P 500

Sources : Comité de stratégie de placement BMO pour les particuliers, Bloomberg

Les actions canadiennes continuent d'offrir une valeur supérieure aux actions américaines et sont généralement moins chères, à l'exception des technologies et des communications.

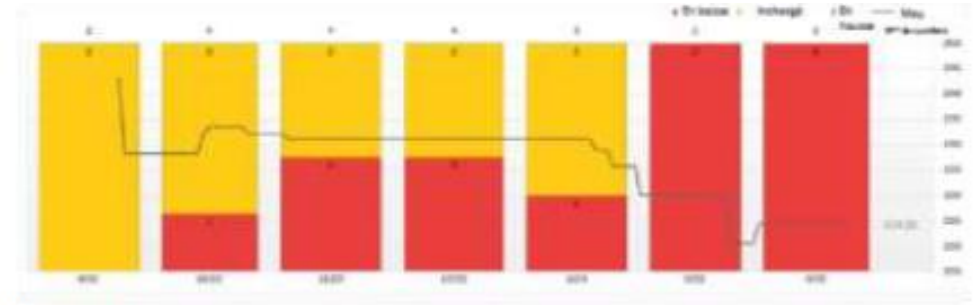
Ratio C/B et ratio C/B hors technologies du TSX



Sources : Comité de stratégie de placement BMO pour les particuliers, Bloomberg

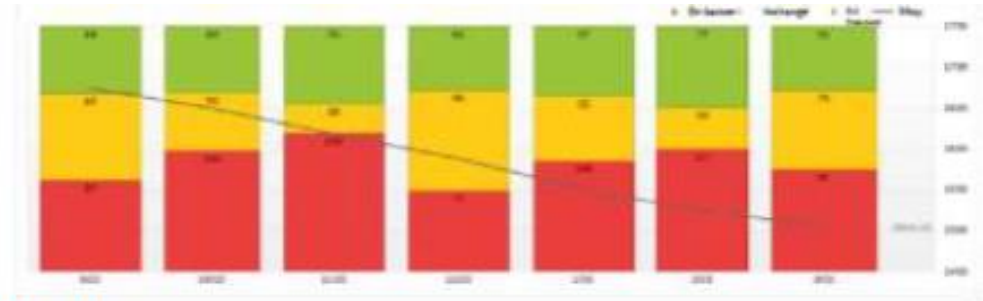
Le ralentissement de la dynamique économique est bien engagé. Les prévisions de bénéfices ont été abaissées de 10 % à 15 %.

Prévisions de BPA de 2023 pour le S&P 500



Source : FactSet

Prévisions de BPA de 2023 pour l'indice composé S&P/TSX



Source : FactSet

L'inflation demeure la variable clé pour les marchés financiers

La dynamique de l'inflation est probablement ce qui importe le plus actuellement. Les actions ont toujours enregistré d'excellents résultats durant les périodes où l'inflation était élevée mais retombait vers les 2%, comme c'est le cas aujourd'hui. Les pressions sur les prix se modéraient. Depuis 1960, dans ce contexte, le S&P 500 a enregistré des rendements globaux annualisés moyens de 14% (contre 7,5% pour toutes les années), alors que le TSX a dégagé des rendements globaux moyens d'un peu plus de 9% (contre 6,5% pour toutes les années). Les deux marchés ont également surclassé les obligations du Trésor américain à 10 ans et les liquidités. Logiquement, puisque la valeur des flux de trésorerie futurs des sociétés est plus élevée en dollars d'aujourd'hui quand l'inflation et les taux d'intérêt sont faibles. Encore une fois, la possibilité d'une récession importe aussi dans ces conditions, mais dans l'ensemble, le contexte d'inflation actuel s'annonce haussier tant que les tendances se maintiennent.

Le marché américain a profité d'une expansion des multiples de 30% en période de baisse à long terme de l'inflation

Période	Date	IPC au début	IPC à la fin	C/B au début	C/B à la fin	Expansion (Contr.) du C/B	Expansion (Contr.) du C/B %	Nombre de mois
2	Déc. 66 - Or. 67	3,5	2,4	14,84	17,94	3,1	21 %	11
4	Juin 70 - Juill. 72	6	2,9	14,18	18,45	4,3	30 %	26
6	Janv. 75 - Déc. 76	11,8	4,9	7,99	11,02	3,0	38 %	24
8	Avr. 80 - Juin 83	14,7	2,6	6,96	13,25	6,3	90 %	39
10	Avr. 84 - Déc. 86	4,6	1,1	11,18	16,33	5,1	46 %	33
12	Déc. 90 - Mai 94	6,1	2,3	15,28	20,89	5,6	37 %	42
14	Janv. 97 - Avr. 98	3	1,4	20,32	25,32	5,0	25 %	16
16	Juin 01 - Juin 02	3,2	1,1	24,26	22,93	-1,3	-5 %	13
19	Août 08 - Juill. 09	5,4	-2,1	19,24	19,46	0,2	1 %	12
21	Oct. 11 - Avr. 15	3,5	-0,2	13,97	18,54	4,6	33 %	43
23	Août 18 - Mai 20	2,7	0,1	20,81	20,95	0,1	1 %	22
								281
Moyenne						3,27	28,7 %	
Médiane						4,27	30,1 %	

Sources : Comité de stratégie de placement BMO pour les particuliers, Bloomberg

Par ailleurs, une analyse des cycles de taux sur plus de 40 ans montre que le marché dégage les meilleurs rendements lorsque les taux directeurs restent stables pendant de longues périodes, ou lorsqu'ils sont plus élevés pendant plus longtemps, comme l'indiquent la Banque du Canada (BdC) et la Fed. Ceci s'explique naturellement par la préférence des marchés pour la stabilité et la prévisibilité. Les chiffres ci-dessous parlent d'eux-mêmes.

Taux des fonds fédéraux stable

Période	Date	Taux des fonds fédéraux au début	Taux des fonds fédéraux à la fin	Nombre de mois	Rendement annualisé du S&P	Rendement annualisé du TSX
6	Juin 81 - Mars 82	15,5	15	10	-17,3 %	-37,9 %
12	Oct. 92 - Janv. 94	3	3	16	11,1 %	26,3 %
15	Févr. 96 - Juill. 98	5,25	5,5	30	25,1 %	14,6 %
19	Juill. 03 - Avr. 04	1	1	10	14,3 %	16,5 %
21	Juill. 06 - Juill. 07	5,25	5,25	12	14,0 %	17,2 %
23	Juin 09 - Oct. 16	0,25	0,5	94	12,8 %	7,0 %
26	Mai 20 - Janv. 22	0,25	0,25	21	25,3 %	20,6 %
				193		
Moyenne					12,2 %	9,2 %
Médiane					14,0 %	16,5 %

Sources : Comité de stratégie de placement BMO pour les particuliers, Bloomberg

Afin de nous faire une idée à long terme de l'incidence des cycles des taux de la Fed sur les rendements du marché et les rendements sectoriels, BMOCM, en analysant les données du marché américain depuis 1929, a obtenu les résultats ci-dessous. Lors d'une pause de la Fed, la répartition sectorielle est un facteur important à prendre en considération. Le tableau ci-dessous illustre le rendement des secteurs et de l'ensemble du marché 6 et 12 mois après que la Fed ait cessé de relever ses taux. On en retient que le marché s'en tire bien au bout d'un an, avec un rendement moyen de près de 10 % et une performance remarquable des secteurs de la santé, des biens de consommation de base, de la finance et des services d'utilité publique. Prévisible, puisque bon nombre des titres de ces secteurs étant sensibles à l'évolution des taux d'intérêt.

Rendement du S&P 500 et des super secteurs après une « pause » de la Fed depuis 1973 (8 cycles)

	6 mois après le cycle de la Fed		12 mois après le cycle de la Fed	
Secteur	% de titres affichant un rendement positif	Rendement moyen (%)	% de titres affichant un rendement positif	Rendement moyen (%)
Santé	75 %	9,2	88 %	17,9
Cons. de base	88 %	10,7	88 %	15,9
Finances	88 %	10,4	88 %	14,0
Serv. d'util. publ.	88 %	8,4	88 %	13,7
Serv. de comm.	75 %	7,4	63 %	11,1
Énergie	75 %	4,7	88 %	10,5
Industrie	75 %	4,4	75 %	10,1
S&P 500	**63 %**	**5,6**	**63 %**	**9,9**
Cons. disc.	63 %	4,2	63 %	8,5
Matériaux	63 %	1,9	88 %	8,1
Techn. de l'inf.	63 %	4,2	38 %	5,7
Immobilier	63 %	1,9	63 %	2,3

Sources : Stratégie de placement de BMO pour les particuliers, NDR

L'inversion actuelle de la courbe des taux, ceux à court terme étant plus élevé que ceux à long terme, a inquiété les investisseurs puisqu'elle a été un indicateur assez fiable de l'imminence d'une récession au cours des dernières décennies. Ceci dit, on notera que cette courbe s'est accentuée dernièrement, notamment aux États-Unis, puisque les investisseurs s'attendent à une pause dans la hausse des taux de la Fed. C'est une bonne nouvelle, puisque le marché a tendance à afficher une bonne tenue lorsque la courbe des taux est relativement plate.

Rendement du marché et des secteurs depuis 1976 dans un contexte de courbe de taux plate (<0,5 %), normale (0,5 %-1,5 %) et pentue (>1,5 %)

Plate	
Secteur	Gain annualisé %
Santé	15,3
Cons. de base	10,7
Techn. de l'inf.	10,5
S&P 500	**9,6**
Finances	9,3
Industrie	9,2
Serv. de comm.	8,8
Serv. d'util. publ.	8,5
Énergie	8,0
Cons. discr.	4,9
Matériaux	4,8
Immobilier	4,4

Normale	
Secteur	Gain annualisé %
Santé	12,1
Cons. de base	11,9
Énergie	9,1
Cons. discr.	8,8
S&P 500	**8,2**
Techn. de l'inf.	7,6
Finances	7,5
Industrie	7,5
Matériaux	7,0
Serv. de comm.	5,8
Serv. d'util. publ.	1,4
Immobilier	-1,4

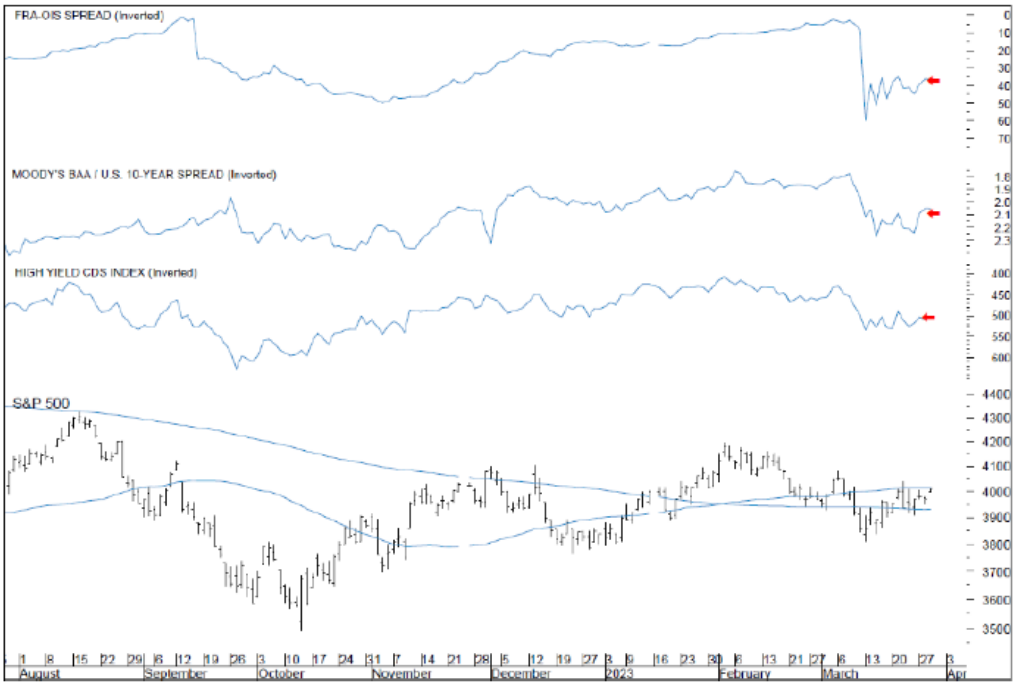
Pentue	
Secteur	Gain annualisé %
Cons. discr.	13,9
Techn. de l'inf.	10,5
Immobilier	8,3
Industrie	7,3
Serv. de comm.	6,9
Matériaux	6,8
S&P 500	**5,9**
Cons. de base	5,4
Serv. d'util. publ.	3,6
Énergie	3,2
Finances	2,9
Santé	1,0

Sources : Stratégie de placement de BMO pour les particuliers, NDR

Analyse technique

L'état du système bancaire américain suscite actuellement beaucoup d'incertitude sur les marchés. Cependant, trois considérations importantes pour les investisseurs se dessinent dans les graphiques. Premièrement, les indicateurs du modèle de confiance obligataire restent très loin des extrêmes touchés durant la crise du crédit et au début de la pandémie. Autrement dit, bien que les médias parlent avec inquiétude d'une possible « contagion », nous sommes loin d'atteindre les niveaux qui correspondaient au risque systémique réel posé par ces événements.

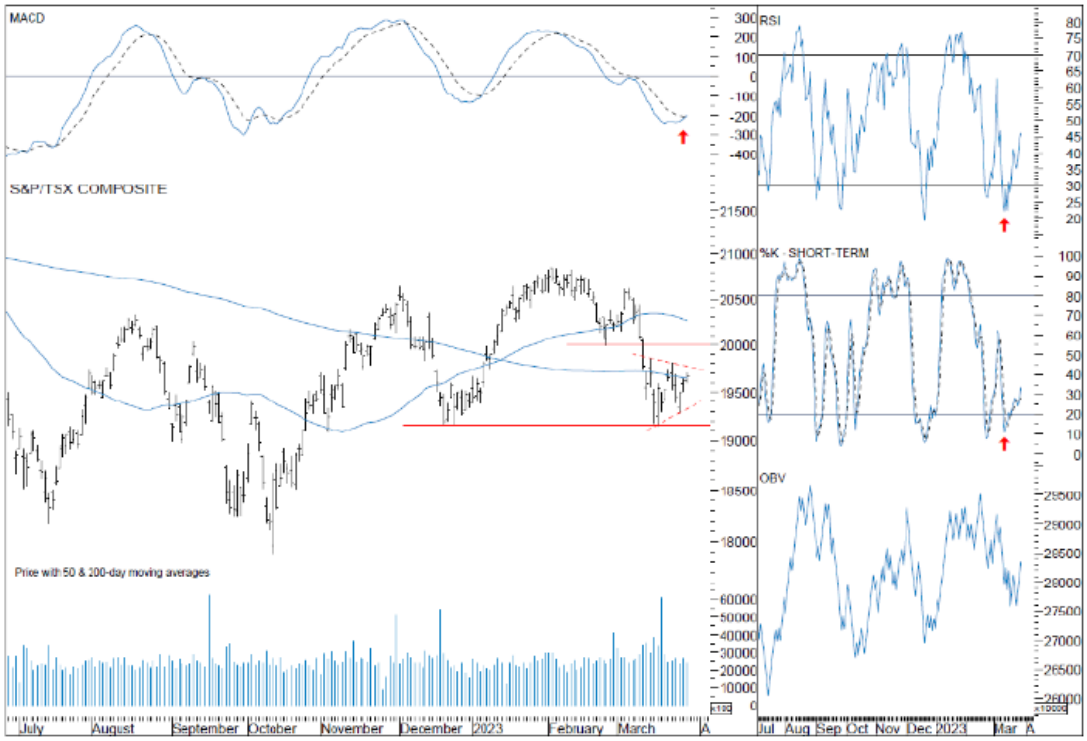
Écart entre les contrats de garantie de taux d'intérêt et les swaps indexés sur le taux à un jour (FRA-OIS), écart entre l'indice BAA de Moody's et l'obligation du trésor américain à 10 ans, indice de swaps sur défaillance à rendement élevé et S&P 500



Source: BMO Nesbitt Burns Technical Analysis

De manière plus importante, ces indicateurs se sont améliorés depuis deux à trois semaines, signe que sous la surface, les choses s'améliorent. Ensuite, malgré la volatilité récente et le manque de remontée sensible des cours, notre modèle d'anticipation à court terme demeure entièrement haussier après avoir donné de nouveaux signaux d'achat fin mars.

Le modèle d'anticipation à court terme envoie des signaux haussiers

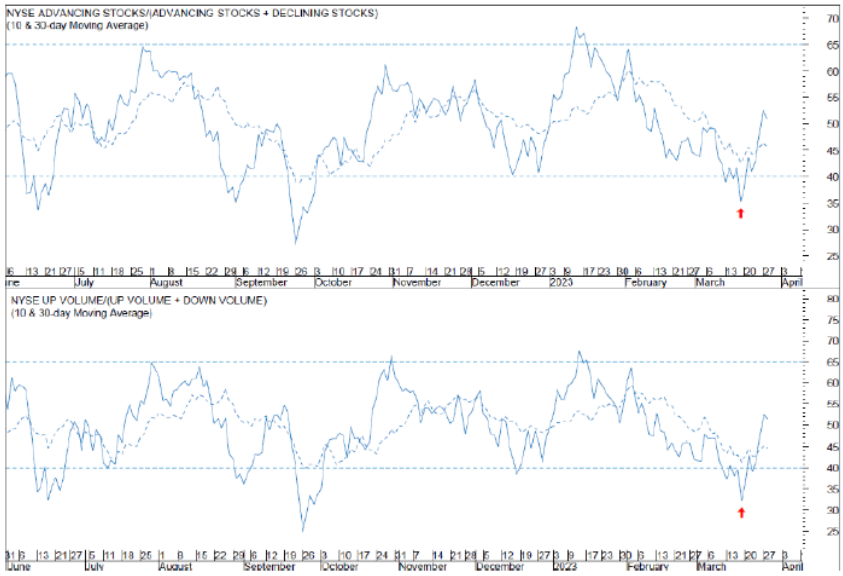


Source: BMO Nesbitt Burns Technical Analysis

Pour la première fois depuis octobre dernier, tous les indicateurs d'ampleur et de momentum de ce modèle envoient simultanément des signaux d'achat. Les deux fois précédentes, ce virage haussier simultané avait coïncidé avec les creux importants de juin et octobre 2022. Par conséquent, malgré l'absence de remontée sensible des cours, le creux récent a sans doute constitué un point tournant significatif sur les marchés boursiers.

Finalement, malgré la crainte d'une éventuelle récession en 2023, la majorité des mesures d'activité économique basées sur le marché continuent de s'améliorer. Par exemple, le sous-secteur de l'acier du S&P 500 a récemment atteint un sommet historique, l'indice des semi-conducteurs PHLX et le sous-secteur de la construction résidentielle ont dernièrement touché un plus haut de 52 semaines et le cuivre conserve une orientation haussière à long terme après avoir rompu avec une tendance de base à la fin de l'an dernier.

Indicateurs d'ampleur du NYSE



Source: BMO Nesbitt Burns Technical Analysis

En conclusion, malgré l'incertitude et les doutes qui étreignent actuellement les marchés, les améliorations observées par notre modèle d'anticipation à court terme laissent croire que les marchés boursiers ont touché un creux important en fin mars. En ce qui concerne le potentiel haussier, on s'attend au minimum à ce que les cours compétitionnent avec leurs sommets de février, soit 20 843 pour le TSX et 4 195 pour le S&P 500. Une remontée au-dessus de ces niveaux ouvrirait la voie à un prolongement de la reprise qui ferait revenir le TSX à son plus haut historique de 22 213 et permettrait au S&P 500 de retester le sommet de 4 325 atteint en août.

Votre équipe restera attentive aux tendances qui se développent et demeurera active afin que vos plans à court et à long terme restent sur la bonne voie.

Au plaisir de vous parler bientôt,

Équipe Roux et associés

BMO Gestion privée

Roux et associés
Groupe de gestion de patrimoine
BMO Nesbitt Burns

BMO Gestion privée est un nom de marque du groupe d'exploitation qui comprend la Banque de Montréal et certaines de ses sociétés affiliées 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 entités juridiques de BMO Gestion privée n'offrent pas de conseils fiscaux. 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. Cette publication de BMO Gestion privée est présentée à titre informatif seulement; elle n'est pas conçue ni ne doit être considérée comme une source de conseils professionnels. L'auteur a mis tout en œuvre pour assurer que les sources de ce document sont fiables et que les données et les opinions sont complètes et précises. Cependant, BMO Gestion privée ne peut en garantir ni l'exactitude ni l'exhaustivité. Pour obtenir des conseils professionnels concernant votre situation personnelle ou financière, adressez-vous à votre représentant de BMO. Ce document n'est pas une offre de vente ou une sollicitation d'achat de titres quels qu'ils soient, et ne devrait pas être considéré comme tel. Tous droits réservés. La reproduction du document, sous quelque forme que ce soit, ou son utilisation à titre de référence dans toute autre publication, est interdite sans l'autorisation écrite expresse de BMO Gestion privée. BMO Nesbitt Burns Inc. est une filiale en propriété exclusive de la Banque de Montréal. Si vous êtes déjà un client de BMO Nesbitt Burns Inc., veuillez communiquer avec votre conseiller en placement pour obtenir plus de précisions.