

Gestion de portefeuilles

Août 2022

Stratégie d'actions et de titres à revenu fixe

Les signes croissants de plafonnement de l'inflation favorisent la stabilisation des marchés

Stéphane Rochon, CFA, spécialiste en stratégie – Actions; Eric Yoo, associé

Malgré le récent rebond de soulagement, le marché est enlisé dans le pessimisme depuis le début de l'année. Aucun facteur n'a été plus dommageable aux actifs financiers (obligations et actions) que l'inflation, qui a entraîné une hausse spectaculaire des taux d'intérêt et abaissé les valorisations boursières. Nous avons déjà qualifié l'inflation de cancer des actifs financiers, parce qu'elle érode la valeur actualisée des coupons d'intérêt (ce qui nuit aux obligations) et des flux de trésorerie disponibles des sociétés (ce qui est mauvais pour les actions, surtout quand elles présentent un multiple élevé et une durée longue).

Cependant, l'histoire a montré que le rendement des actifs dépend beaucoup moins des chiffres absolus que de leur orientation. Autrement dit, malgré que les conditions actuelles restent mauvaises dans l'absolu (l'inflation demeurant bien supérieure au niveau avec lequel le marché serait à l'aise), leur amélioration devrait nettement renforcer la performance des actions et des obligations puisque le marché anticipe les conditions des mois à venir. C'est pourquoi nous attachons beaucoup d'importance aux signes récents de plafonnement de l'inflation, qui ont joué un rôle clé dans l'amorce de redressement des titres boursiers et obligataires. Nous ne sommes évidemment pas au bout de nos peines, puisque nous devons maintenant nous interroger sur l'ampleur du ralentissement de la croissance et le risque d'une récession. L'avenir nous dira ce qu'il en est, mais pour l'instant, toute bonne nouvelle mérite d'être soulignée dans notre contexte universellement morose.

L'analyse des données remontant aux années 1960 montre clairement que les actions enregistrent généralement de meilleurs rendements quand l'inflation diminue – ce qui est logique, 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. Cependant, au Canada, le marché a mieux fait quand l'inflation augmentait, sans aucun doute en raison de la très forte pondération des matériaux de base et de l'énergie, qui offrent une très bonne protection contre l'inflation.

Figure 1 : Rendements annuels selon les cours du S&P 500 et du S&P/TSX durant les périodes d'inflation et de désinflation

UIPC américain et rendement des marchés (depuis 1963)	Cycle actuel	S&P 500 (rend. annuel selon le cours)		TSX (rend. annuel selon le cours) □	
		Moyenne	Médiane	Moyenne	Médiane
IPC en hausse		3,2 %	4,2 %	5,6 %	8,8 %
IPC en baisse	X	9,3 %	15,1 %	4,6 %	8,5 %

Source: BMO Wealth Strategy, Bloomberg, Factset

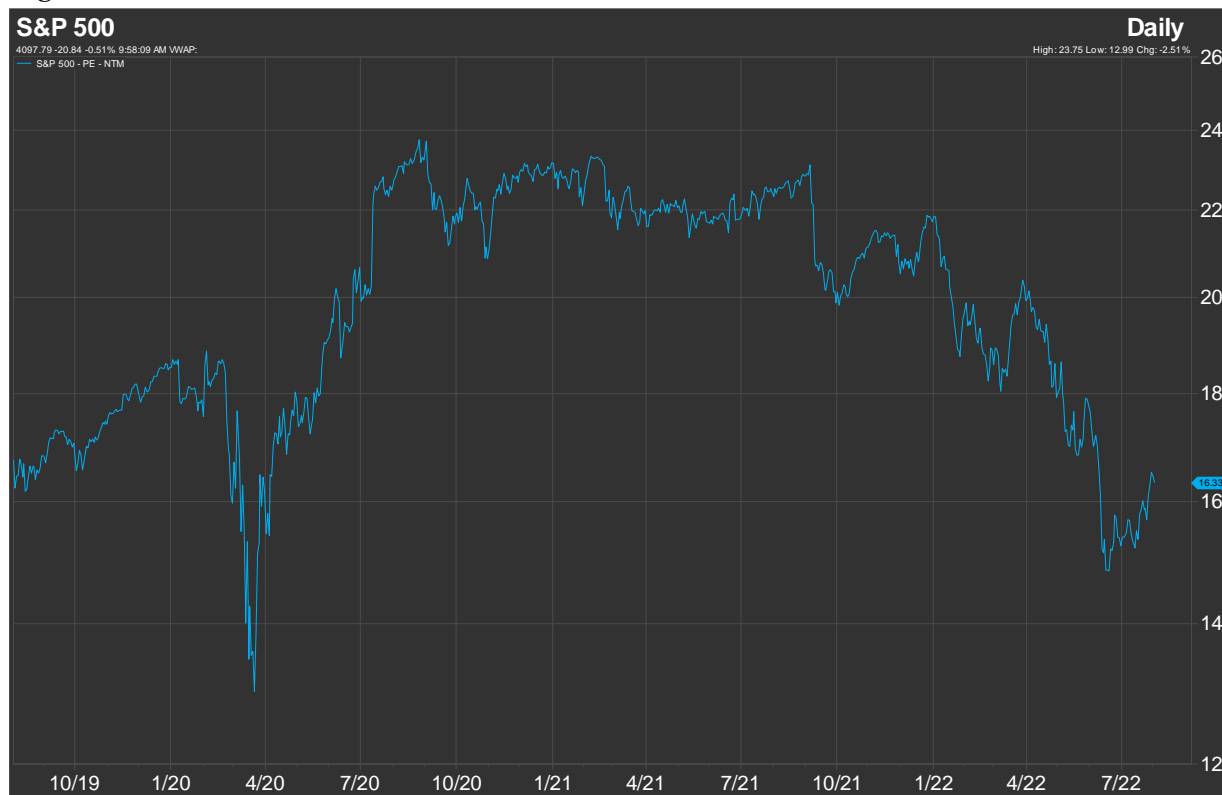
Figure 2 : Répartition de l'actif recommandée du Comité de stratégie de placement de BMO Nesbitt Burns

	Revenu		Équilibré		Croissance		Croissance dynamique	
	Répartition recomm.	Pondér. de référence	Répartition recomm.	Pondér. de référence	Répartition recomm.	Pondér. de référence	Répartition recomm.	Pondér. de référence
Liquidités	10	5	10	5	10	5	5	5
Titres à revenu fixe	65	70	35	45	15	25	0	0
Actions	25	25	55	50	75	70	95	95
Canadiennes	20	15	30	25	40	35	45	40
Américaines	5	5	20	15	20	20	30	30
EAE0*	0	5	0	5	5	10	10	15
Marchés émergents	0	0	5	5	10	5	10	10

Source : Comité de stratégie de placement BMO pour les particuliers

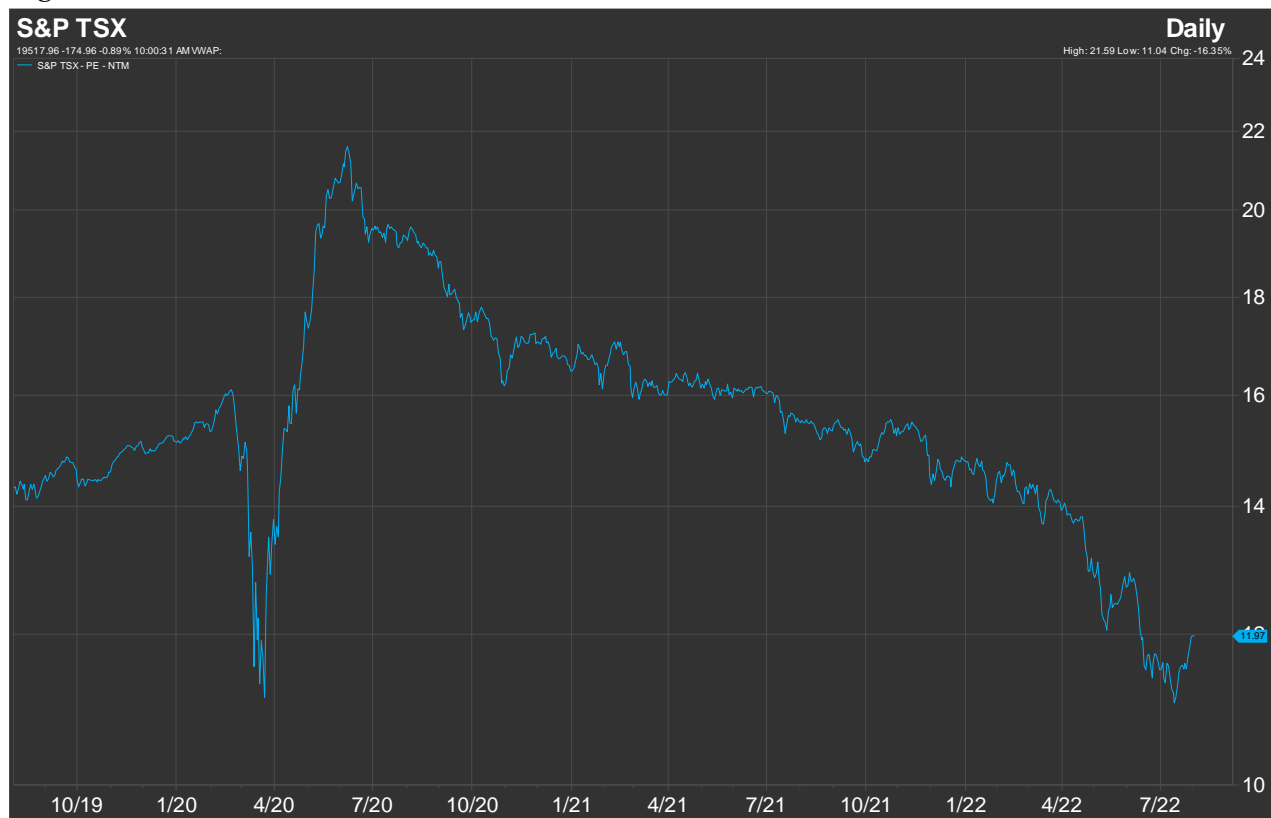
Durant les périodes de hausse générale de l'inflation, les multiples des actions américaines et canadiennes se sont comprimés d'environ 23 %. Or, bonne nouvelle, cette compression des multiples a été supérieure à cette moyenne historique depuis le début de l'année. Dans les graphiques ci-dessous, nous observons que le ratio cours-bénéfice (bénéfices attendus sur les 12 prochains mois) du S&P 500 est passé de plus de 23 à environ 16. Cette compression a été encore plus marquée dans le cas du TSX, qui a pourtant affiché une bien meilleure tenue (en baisse de 8 % contre 14 % pour le S&P 500) comme nous l'avions prévu pour 2022. Ce paradoxe s'explique par l'effet positif net de la hausse rapide des estimations de bénéfice par action.

Figure 3 : Ratio cours-bénéfice du S&P 500



Source: FactSet

Figure 4 : Ratio cours-bénéfice du S&P/TSX



Source : FactSet

À l'inverse, et sur une note encourageante, le marché américain a profité d'une expansion des multiples de 30 % en période de baisse à long terme de l'inflation.

Figure 5 : Diminution de l'inflation

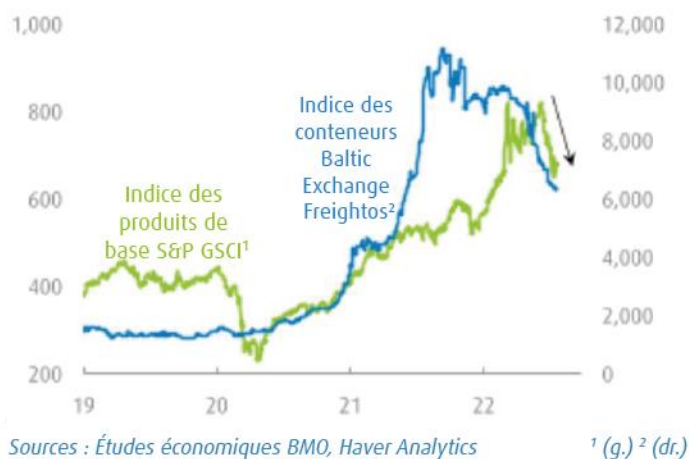
Période	Date	IPC au début	IPC à la fin	C/B au début	C/B à la fin	Expansion (Contr.) C/B	Expansion (Contr.) C/B %	Nombre de mois
2	Déc. 66 - Oct. 67	3,5	2,4	14,84	17,94	3,1	21%	11
4	Juin 70 - Juill. 72	6,0	2,9	14,18	18,45	4,3	30 %	26
6	Janv. 75 - Déc. 76	11,8	4,9	7,99	11,02	3,0	38 %	24
8	Avr. 80 - Juin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

Source : Bloomberg

L'inflation donne des signes de plafonnement

Comme le soulignait récemment Doug Porter, économiste en chef de BMO, « des signes encourageants indiquent que l'inflation pourrait avoir atteint un point d'inflexion et que certains de ses vecteurs se résorbent. Ainsi, les prix des produits de base diminuent. Après avoir atteint un sommet début juin, les prix des produits de base clés ont retraité de 20 % en six semaines à peine et sont pratiquement revenus à leur niveau des jours précédant l'invasion de l'Ukraine. Peut-être plus significatif encore, malgré le rebond..., les prix de gros de l'essence ont chuté de plus d'un dollar le gallon (soit environ 25 %) aux États-Unis, effaçant plus des deux tiers de leur flambée post-invasion. De même, les prix des céréales diminuent au vu d'une embellie des perspectives de récolte en Amérique du Nord et de l'annonce d'un accord russo-ukrainien sur l'acheminement des denrées alimentaires en mer Noire. Les prix à terme du blé sont désormais légèrement inférieurs à leur niveau d'avant l'invasion et en baisse d'environ 30 % par rapport à leur moyenne de mai.

Figure 6 : L'inflation redescend de son sommet



À ces signaux clairs s'ajoutent des indices plus subtils d'un possible renversement de la tendance inflationniste. La demande effrénée de biens se calme à l'échelle mondiale, atténuant la pression sur les chaînes d'approvisionnement. C'est ainsi que les tarifs de fret continuent de redescendre et que l'indice des conteneurs Baltic s'inscrit désormais en baisse sur un an (alors qu'il était en hausse de 100 % en glissement annuel il y a trois mois à peine). Les stocks de détail s'empilent, d'où des soldes de marchandise dans certains secteurs. Parallèlement, le marché du logement a perdu ses griffes en quelques mois aux États-Unis et au Canada, et devrait contribuer à réduire les pressions sur les prix après les avoir alimentées pendant un an.

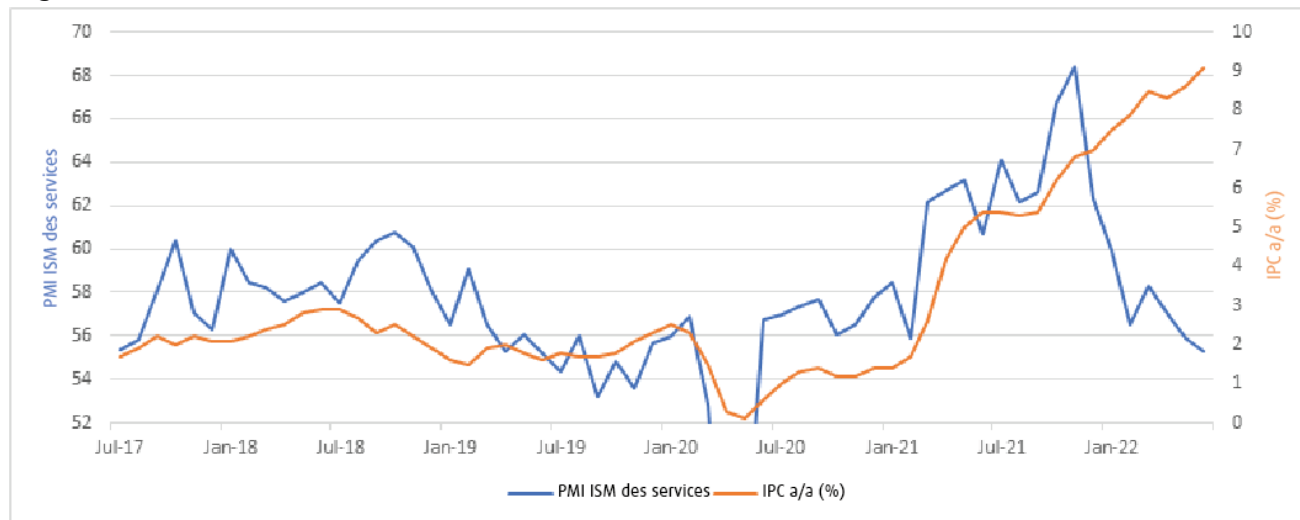
Après avoir poussé – littéralement – comme de la mauvaise herbe depuis un an, il est tout à fait possible que l'inflation se résorbe tout aussi rapidement. Pour retrouver pareil embrasement de l'inflation, il faut remonter avant Elvis Presley. Par exemple, au Canada, la progression de l'IPC global a atteint 8,1 % en juin 2022, contre 3,0 % en juin 2021. Une telle accentuation de 5,1 % en un an n'était pas survenue depuis 1951. Le seul autre exemple le moins comparable d'une telle accélération nous ramène (groups) au milieu des années 1970, quand les prix du pétrole et des céréales avaient monté en flèche. Cependant, en l'état des choses, la bonne nouvelle est que même dans une conjoncture très inflationniste, le taux global a fortement rebaisé après avoir flambé.

Les marchés financiers commencent assurément à croire que le pire de l'inflation est passé ou le sera très bientôt. Tous les taux obligataires ont baissé la semaine dernière... »

Le marché des titres à revenu fixe sent que l'inflation ralentit – Graphiques pertinents

L'IPC étant lent à réagir, les indices PMI constituent peut-être le meilleur indicateur d'un ralentissement de l'inflation et de l'économie. Le graphique ci-dessous montre le rapport entre l'indice PMI ISM des services (en bleu) et la variation de l'IPC en glissement annuel (en orange) aux États-Unis.

Figure 7 : Indice PMI ISM des services et variation a/a de l'IPC aux États-Unis



Sources : Bloomberg, Institute for Supply Management, Bureau of Labor Statistics

L'inflation à long terme attendue par les consommateurs américains a piqué du nez en juillet, pour chuter à 2,8 % (le chiffre final de juillet sera publié vendredi et pourrait être révisé de quelques dixièmes de point).

Figure 8 : Attentes d'inflation sur 5 à 10 ans de l'Université du Michigan



Source : Bloomberg

L'inflation attendue par le marché a elle aussi fortement baissé, comme le montre le taux d'équilibre à 5 ans du Canada, qui est tombé à 2,2 % contre 2,5 % le mois dernier et un sommet de 2,9 % au premier trimestre.

Figure 9 : Taux d'équilibre à 5 ans (Canada)

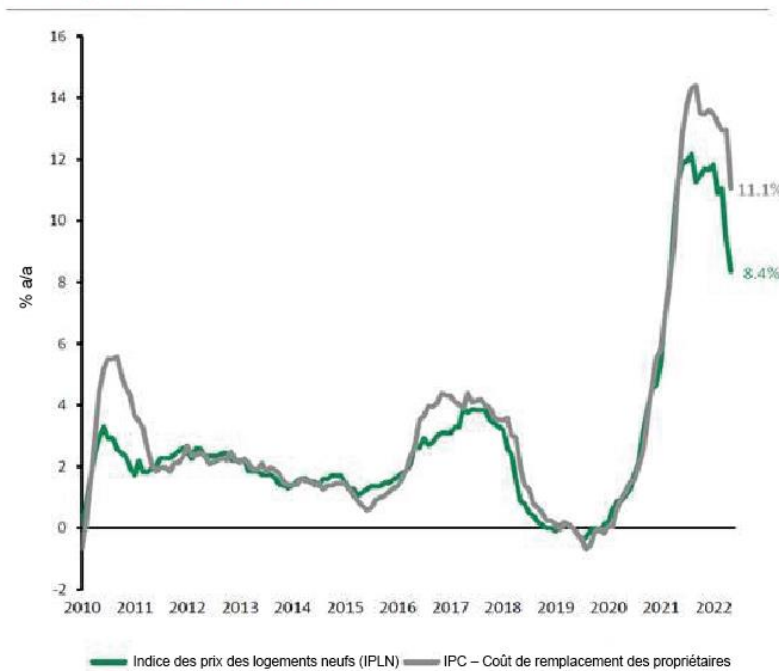


Source : Bloomberg

Du côté de l'IPC canadien, le meilleur indicateur d'un ralentissement de l'inflation est le coût de remplacement des propriétaires (en gris), qui représente une part relativement élevée de 6,4 % du panier de l'IPC.

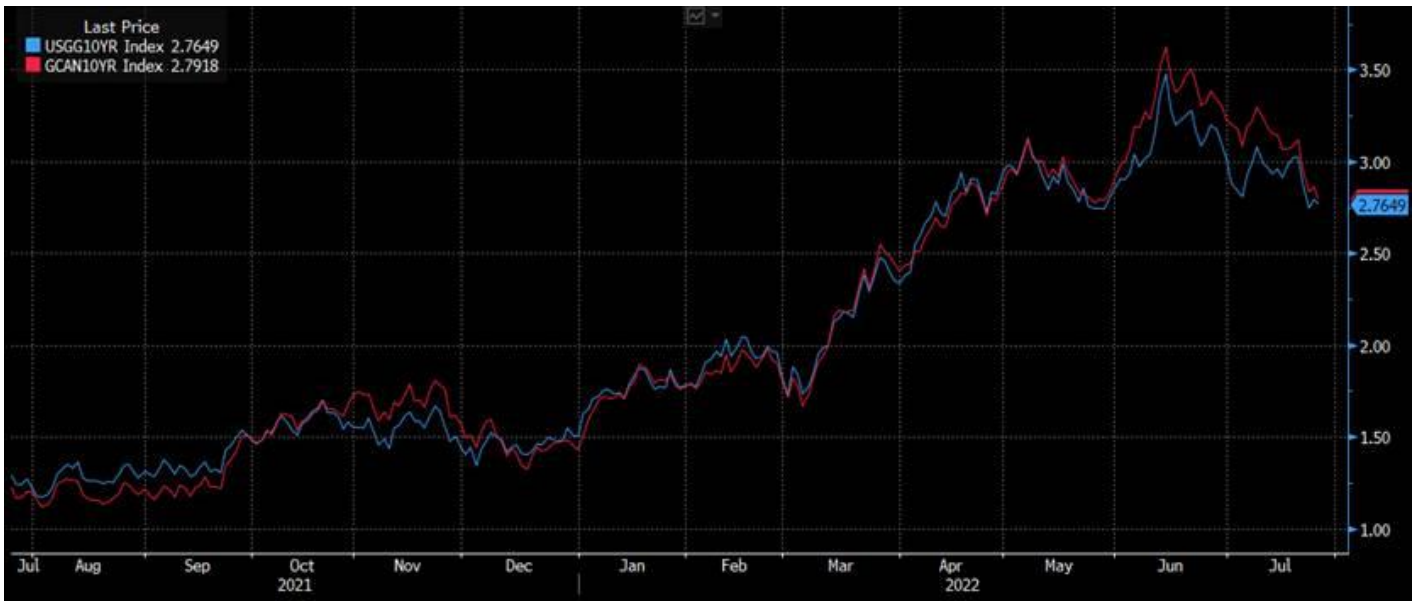
Figure 10 : Coût de remplacement des propriétaires

L'IPLN ET LE COÛT DE REMPLACEMENT DES PROPRIÉTAIRES (COMPOSANTE DE L'IPC) SONT ÉTROITEMENT LIÉS



Source : Études économiques Desjardins

Figure 11 : Taux à 10 ans au Canada (en rouge) et aux États-Unis (en bleu)



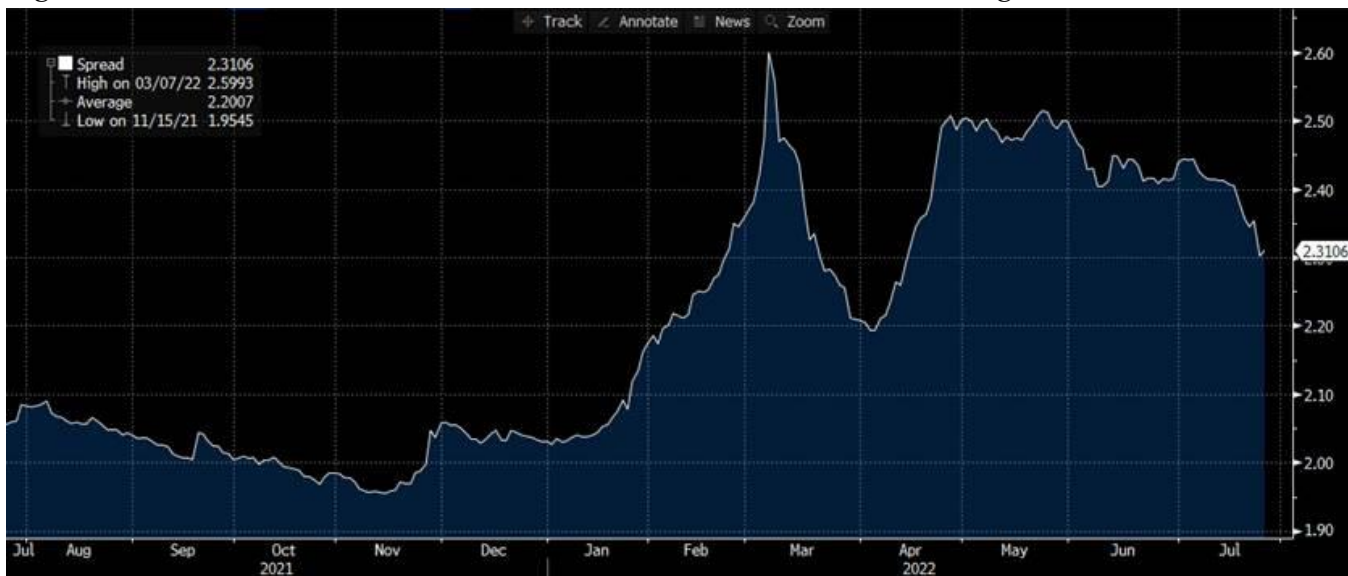
Source : Bloomberg

Figure 12 : Taux réel à 10 ans aux États-Unis (TIPS)



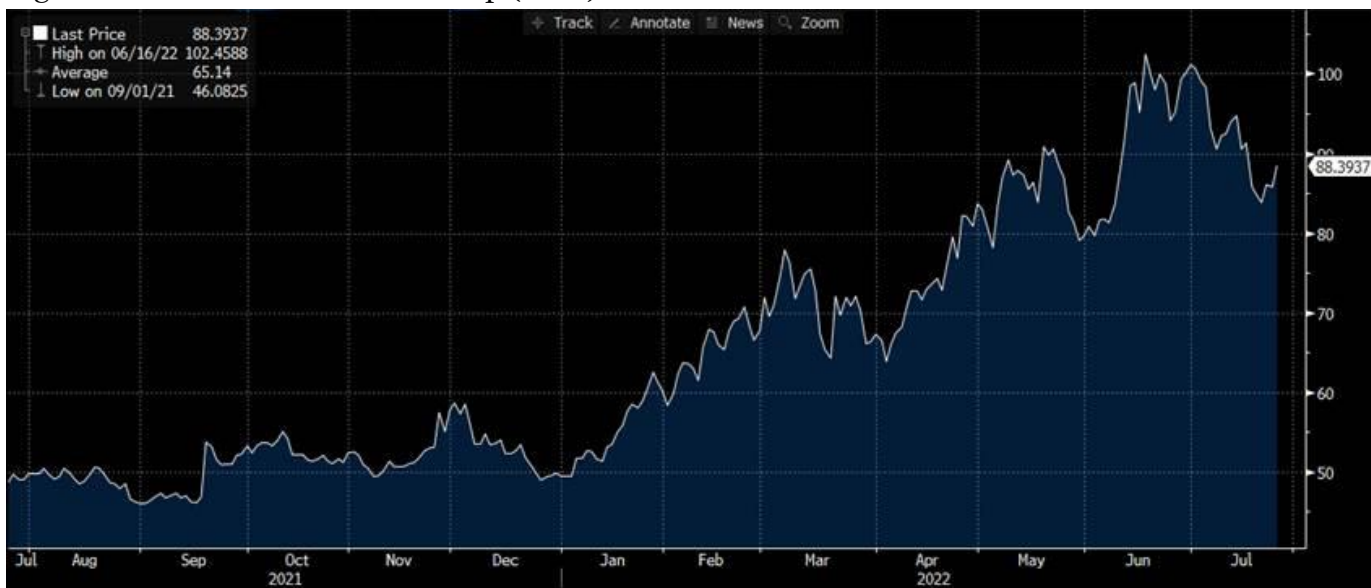
Source : Bloomberg

Figure 13 : Écart des titres canadiens notés BBB dans les échéances longues



Source : Bloomberg

Figure 14: U.S. Credit Default Swap (CDX)

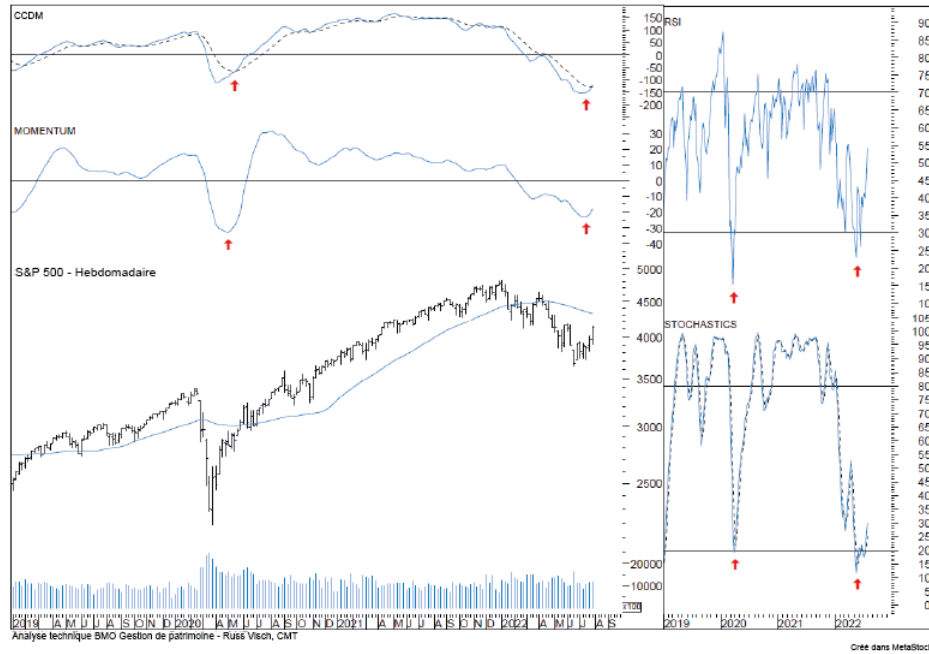


Source : Bloomberg

Analyse technique – Proche d'un feu vert

Dans nos rapports stratégiques récents, nous notions que tous les indicateurs de notre modèle d'anticipation à moyen terme étaient essentiellement parvenus au point qu'ils sont censés atteindre à la fin d'un marché baissier cyclique. Depuis le dernier rapport, les choses n'ont fait que s'améliorer. Par exemple, les indicateurs de momentum hebdomadaires du S&P 500 sont récemment devenus positifs et viennent de donner leurs premiers signaux d'achat « 4 sur 4 » depuis avril 2020.

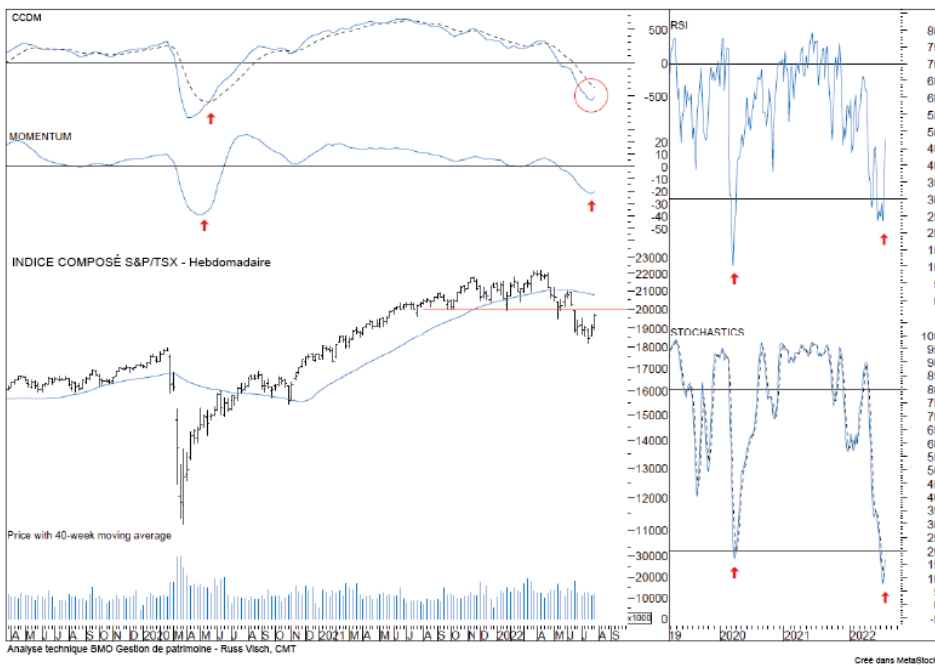
Figure 15 : Momentum du S&P 500



Source : Analyse technique BMO Nesbitt Burns

Certains indicateurs de ce modèle étaient plus survendus qu’au pire de 2020, ce qui ne manque pas d’étonner quand on sait que le marché baissier de la pandémie a marqué l’un des dégagements mensuels les plus prononcés du siècle écoulé. Notre modèle d’anticipation à moyen terme du S&P/TSX n’est pas encore pleinement haussier – mais il s’en approche.

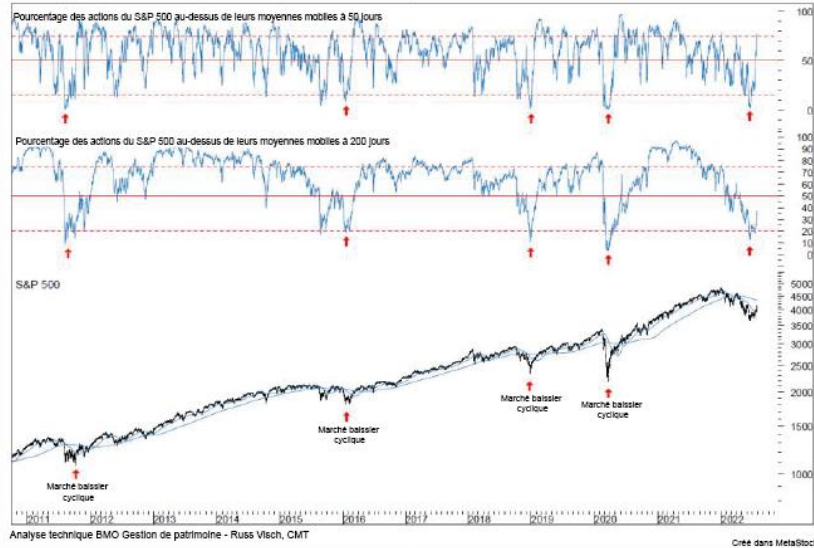
Figure 16 : Momentum du S&P/TSX



Source : Analyse technique BMO Nesbitt Burns

Du côté de l'ampleur, les oscillateurs comme le pourcentage des actions du S&P 500 se négociant au-dessus de leurs moyennes mobiles à 50 et 200 jours (qui a récemment renoué avec ses niveaux très survendus observés tôt en 2020) donnent aussi de nouveaux signaux d'achat.

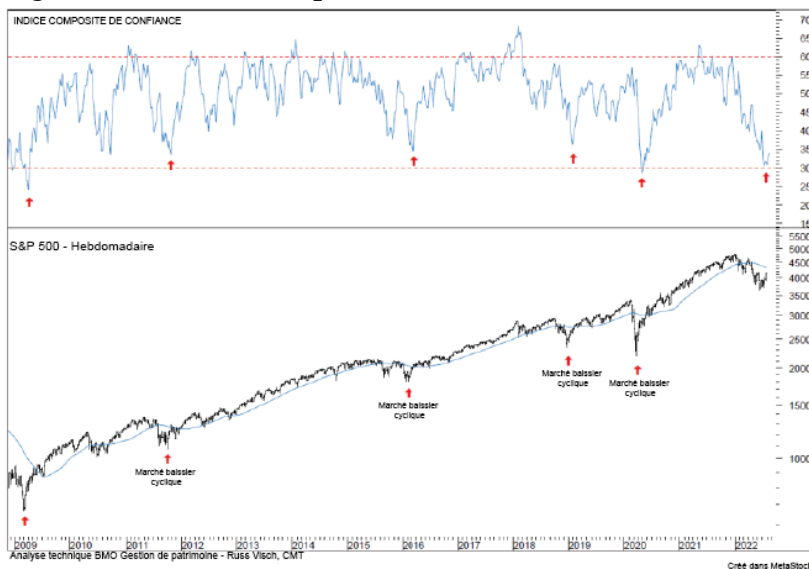
Figure 17 : Pourcentage des actions du S&P 500 au-dessus de leurs moyennes mobiles à 50 et 200 jours



Source : Analyse technique BMO Nesbitt Burns

Ces indicateurs témoignent du genre d'embellie générale qui se produit normalement sous la surface au début d'un nouveau marché haussier cyclique. Enfin et surtout, l'évolution de la confiance des investisseurs nous paraît l'argument le plus convaincant en faveur de l'imminence d'un revirement. Notre indicateur composite de confiance regroupe divers sondages demandant aux participants de différents segments du marché s'ils sont optimistes ou pessimistes. Or, depuis 15 ans, ce n'est qu'au creux de la crise du crédit en 2009 et au creux de la pandémie en 2020 que les investisseurs ont été aussi craintifs que maintenant.

Figure 18 : Indice composite de confiance



Source : Analyse technique BMO Nesbitt Burns

Imaginez comme c'est insensé. Les gens sont presque aussi pessimistes qu'à la fin de la crise du crédit, quand le S&P 500 avait perdu près de 60 % en 18 mois. On se souviendra de l'adage de Warren Buffett qui recommande d'être craintif quand les autres sont avides, et avide quand les autres sont craintifs. La crainte touchant un niveau rarement vu, il est donc temps de tirer profit de cette pusillanimité.

En conclusion : Après avoir touché des niveaux extrêmement survendus, tous les indicateurs de notre modèle d'anticipation à moyen terme ont commencé à devenir positifs, faisant penser que l'actuel marché baissier est entré dans sa phase finale. Nous n'excluons pas que les cours puissent s'affaisser à un certain moment sous le poids de la capitulation des investisseurs. C'est habituellement ainsi que se terminent les marchés baissiers cycliques. Cependant, il faudrait soit profiter de tout accès de faiblesse pour acheter vigoureusement, soit se préparer à acheter des actions quand surviendra cet affaissement.

Figure 19 : Rendement global des secteurs du S&P/TSX

Rend. glob. des sect. de l'ind. comp. S&P/TSX (%)	Cumul mensuel	Cumul annuel
Énergie	5,06	32,62
Services d'utilité publique	3,97	5,31
Biens de consommation de base	7,00	5,81
Télécommunications	0,68	-3,39
Matériaux	-0,65	-8,87
Industrie	10,37	0,06
Indice composé S&P/TSX	4,66	-5,68
Finance	3,42	-8,19
Consommation discrétionnaire	8,33	-10,20
Immobilier	6,77	-17,72
Santé	-8,48	-57,83
Technologies de l'information	9,97	-50,84

31 juillet 2022
Source : Bloomberg

Figure 20 : Rendement global des secteurs du S&P 500

Rend. glob. des sect. de l'ind. S&P 500 (%)	Cumul mensuel	Cumul annuel
Énergie	9,72	44,66
Services d'utilité publique	5,50	4,92
Biens de consommation de base	3,30	-2,47
Santé	3,32	-5,29
Matériaux	6,14	-12,85
Industrie	9,50	-8,88
Finance	7,21	-12,86
Indice S&P 500	9,22	-12,58
Immobilier	8,49	-14,55
Technologies de l'information	13,54	-17,01
Télécommunications	3,71	-27,57
Consommation discrétionnaire	18,94	-20,10

31 juillet 2022
Source : Bloomberg

Figure 21 : Ratio bénéfice/cours du S&P/TSX par rapport au taux de l'obligation du gouvernement du Canada à 10 ans



Sources : Bloomberg, BMO Gestion privée

Figure 22 : Ratio bénéfice/cours du S&P 500 par rapport au taux de l'obligation du Trésor américain à 10 ans

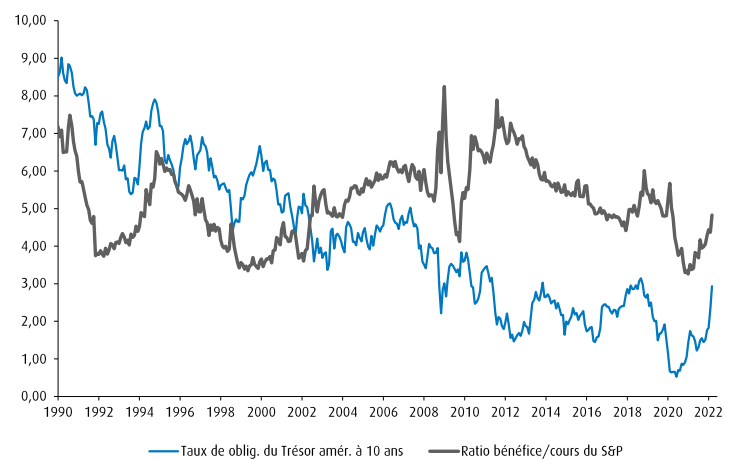
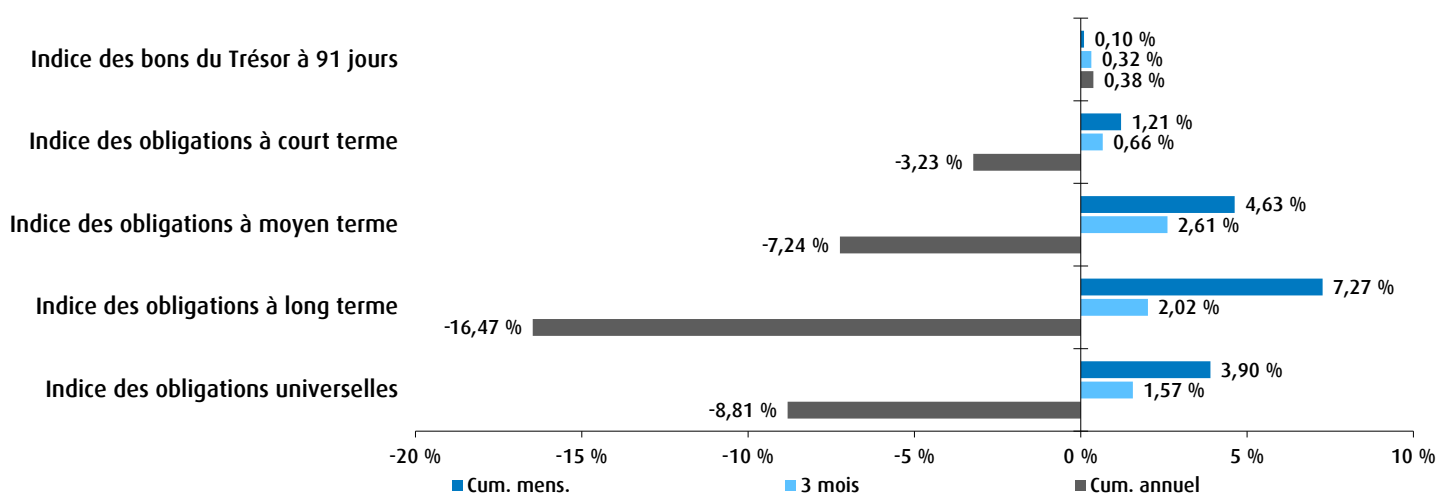


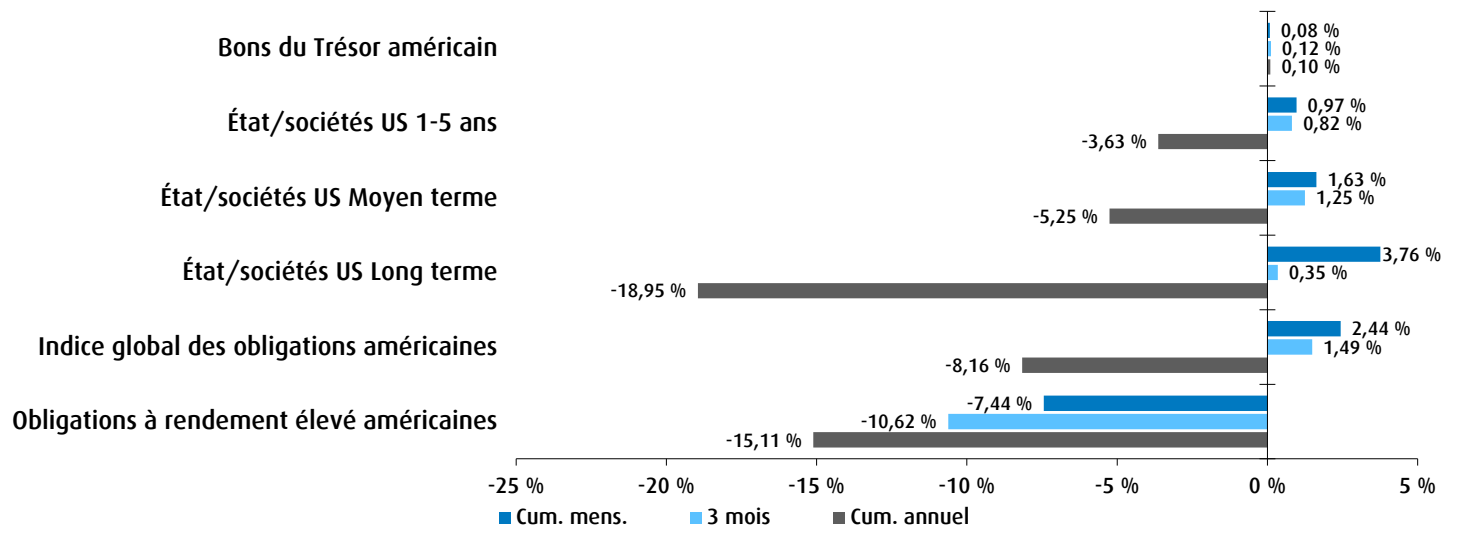
Figure 23 : Rendements globaux des indices obligataires canadiens et américains pour juillet 2022

Canada



Source : FTSE

États-Unis



Source : Bloomberg Barclays

Déclaration générale

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 cette publication 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 informer immédiatement l'expéditeur et supprimer ou détruire ce rapport sans le lire, le reproduire ou le transférer à quiconque. Les opinions, estimations et projections contenues dans ce rapport ont été établies par BMO Nesbitt Burns à la date indiquée et sont sujettes à changement 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 rapport ou de son contenu. BMO Nesbitt Burns et ses sociétés affiliées peuvent par ailleurs disposer d'information ne figurant pas ici. Ce rapport n'est pas une offre de vente ou une sollicitation d'offre d'achat ou de vente de titres quels qu'ils soient, et ne devrait pas être considéré comme tel. 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 et leurs administrateurs, dirigeants ou employés peuvent détenir des positions acheteur ou vendeur sur les titres dont il est question dans le présent document, 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 de patrimoine est le nom commercial d'un groupe de sociétés comprenant la Banque de Montréal et certaines de ses sociétés affiliées, y compris BMO Nesbitt Burns Inc., qui fournissent des produits et des services de gestion de patrimoine.

BMO Nesbitt Burns Inc. est membre du Fonds canadien de protection des épargnants et membre de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières.