

Commentaire sur les marchés

1 AOÛT 2024

RJL Stratégie et placement (Canada) | RJIInvestment.StrategyCanada@raymondjames.ca
Neil Linsdell, responsable de la stratégie de placement | 438.843.0150 | Neil.Linsdell@raymondjames.ca

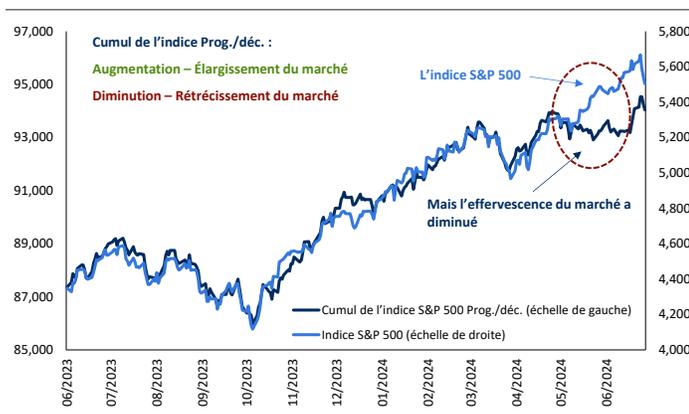
Le temps est-il venu d'élargir nos horizons?

Tout comme les projecteurs se déplacent entre les différents artistes sur scène pour mettre en valeur leurs talents uniques, la rotation du marché déplace l'attention entre les différents secteurs et les différentes catégories d'actifs en fonction de leur rendement et de leur potentiel. Depuis deux ans, les « sept magnifiques » et les entreprises de semi-conducteurs sont en vedette et Nvidia joue un rôle de premier plan, comme il génère un rendement exceptionnel au rythme du thème de l'intelligence artificielle (IA). Entre-temps, d'autres acteurs, tels que les secteurs sensibles aux taux d'intérêt et les actions à petite capitalisation, ont joué un rôle de soutien ou ont attendu dans les coulisses. Cependant, entre le début et la mi-juillet, ces secteurs précédemment mis à l'écart ont pris le devant de la scène et ont attiré l'attention du public après avoir lutté pour leur reconnaissance depuis octobre dernier. La question qui se pose aujourd'hui est donc la suivante : devons-nous continuer à mettre les feux des projecteurs sur les vedettes actuelles ou est-il temps d'utiliser un éclairage à grand angle pour élargir notre champ d'action et explorer ces secteurs émergents?

La façon dont les projecteurs se déplacent (rapidement, lentement ou en dents de scie) dépend principalement de deux facteurs : (1) les décisions de la banque centrale en matière de taux d'intérêt et (2) les attentes en matière de bénéfices futurs. Ces deux facteurs sont ultimement déterminés par le contexte macroéconomique. Compte tenu de nos prévisions d'atterrissage en douceur, en plus de deux baisses de taux avant à la fin de 2024 aux États-Unis, nous nous attendons à des bénéfices solides dans la plupart des secteurs défensifs et sensibles aux taux d'intérêt de l'indice S&P 500, ce qui favorisera la poursuite de la rotation sectorielle des actions technologiques à très grande capitalisation vers ces secteurs. En ce qui concerne les actions à petite capitalisation, nous devons observer une amélioration plus fondamentale de leurs bénéfices pour être convaincus qu'elles sont prêtes à afficher un rendement supérieur pendant une période prolongée.

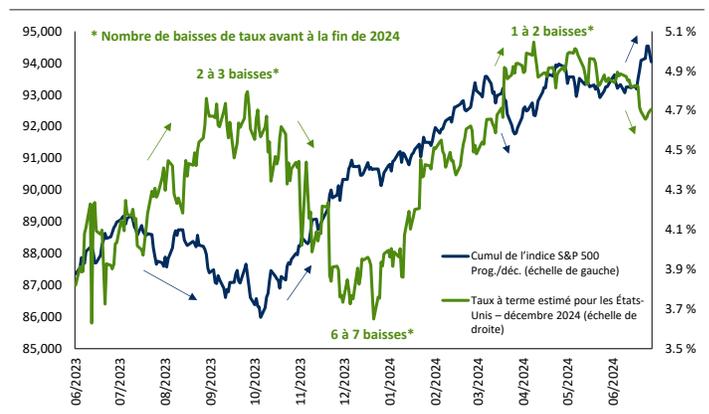
Depuis le début de l'année, la diversification du marché de l'indice S&P 500 est principalement survenue en raison de l'anticipation des décisions de la Réserve fédérale en matière de taux d'intérêt et de l'incertitude qui entoure l'économie américaine (et mondiale). Dans les graphiques 1 et 2, la diversification du marché est illustrée par la ligne cumulative de progression/déclin (« ligne de Prog./déc. »), qui représente le total cumulé des actions en progression moins les actions en déclin. Une tendance à la hausse de la ligne de Prog./déc. indique un élargissement du marché (une augmentation nette des actions en progression), tandis qu'une tendance à la baisse signifie un rétrécissement du marché.

graphique 1 - L'effervescence du marché s'est améliorée jusqu'à ce qu'elle prenne une tournure négative au deuxième trimestre



Source: Bloomberg; Raymond James Ltée; données au 19 juillet 2024.

graphique 2 - La hausse de l'incertitude : le principal facteur du rétrécissement du marché



Source: Bloomberg; Raymond James Ltée; données au 19 juillet 2024.

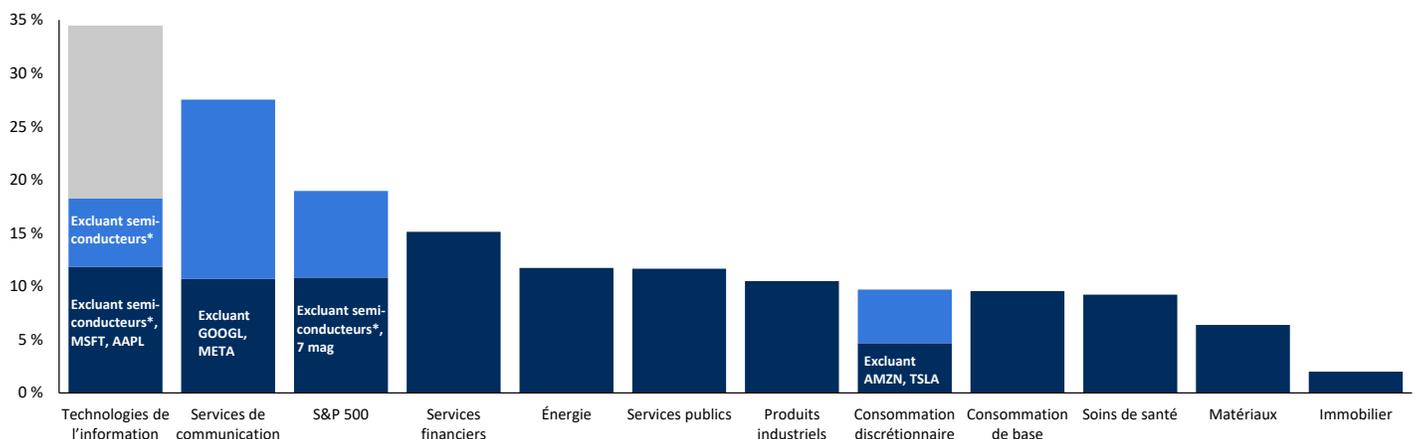
Veillez lire les renseignements sur la divulgation et les risques au pays et à l'étranger à partir de la page 6

Raymond James Ltée. 1400 - 100 rue Yonge, Toronto, ON, Canada M5C 2W1

D'octobre dernier à début mars, la ligne de Prog./déc. et l'indice S&P 500 ont tous deux augmenté, ce qui indique que le marché était haussier dans l'ensemble et que le nombre d'actions a contribué à la hausse (graphique 1). La tendance s'est ensuite quelque peu agitée au cours du mois suivant, mais la ligne de Prog./déc. et l'indice S&P 500 ont toujours évolué dans la même direction. Cependant, au début du mois de mai, nous avons constaté une divergence importante : l'indice S&P 500 a continué à grimper tandis que la ligne de Prog./déc. a baissé. Cette constatation suggère un marché très étroit, où quelques actions, notamment les « sept magnifiques », ont fait grimper l'indice alors que la plupart des actions ont chuté, ce qui pourrait signaler un renversement de la tendance à la hausse. Heureusement, les rapports sur l'indice des prix à la consommation (IPC) de juin, publiés entre le début et la mi-juillet, ont apporté plus de certitude quant à d'éventuelles baisses de taux cette année et nous avons pu constater une reprise plus générale sur le marché.

Le graphique 2 montre que la hausse de l'incertitude a été un facteur essentiel du rétrécissement du marché en mai. Ceci est illustré par la comparaison de l'évolution de la ligne de Prog./déc. au cours de la même période avec le taux à terme estimé pour le 18 décembre, soit la date à laquelle la dernière réunion du Federal Open Market Committee (FOMC) se tiendra cette année. Le taux à terme observé en décembre constitue une bonne estimation du nombre de baisses de taux attendues par le marché en 2024. Il est clair que la ligne de Prog./déc. et le taux à terme estimé ont tendance à évoluer dans des directions opposées. En effet, lorsque le marché croît de manière plus générale à un atterrissage en douceur, plutôt qu'à une récession, et plus les baisses de taux sont rapides et fréquentes, plus vite une nouvelle phase du cycle de marché peut commencer. Il s'agit d'une bonne nouvelle pour l'ensemble du marché, en particulier pour les secteurs sensibles aux taux d'intérêt, qui bénéficient des baisses de taux grâce à des bénéfices généralement plus élevés et à l'expansion du ratio cours/bénéfice (C/B). Par conséquent, la diversification du marché s'est améliorée lorsque le taux à terme estimé pour décembre a baissé (ce qui indique d'autres réductions) et est devenue instable ou a diminué lorsque le taux à terme a augmenté. Lorsque l'on s'attend à ce que les taux restent élevés plus longtemps, les placements en capital tendent à se tourner vers les actions technologiques à très grande capitalisation dans un contexte d'incertitude économique. Cette situation explique la divergence entre la diversification du marché et le rendement en mai, lorsque la Réserve fédérale est devenue plus optimiste après des rapports décevants sur l'inflation au premier trimestre, ce qui a relancé la discussion sur le scénario d'absence de baisses de taux. À l'avenir, nous nous attendons à ce que les conditions du marché du travail aient une incidence croissante sur les taux. Les graphiques 1 et 2 indiquent que la rotation actuelle vers la diversification du marché dépend de la certitude entourant les attentes en matière de taux et l'économie globale.

graphique 3 - Rendement des secteurs depuis le début de l'année et répartition des secteurs comprenant les « sept magnifiques » et/ou le secteur des semi-conducteurs



Source: Bloomberg; Raymond James Ltée; rendements totaux depuis le début de l'année au 15 juillet 2024. * Groupe des secteurs de semi-conducteurs et de l'équipement de semi-conducteurs.

Depuis le début de l'année, le rendement du secteur de l'indice S&P 500 montre que la rotation vers les secteurs défensifs et sensibles aux taux d'intérêt est en fait bien amorcée, malgré un mouvement latéral en mai. Parmi les secteurs qui ne comptent pas d'actions des « sept magnifiques », les services financiers ont généré le rendement total le plus élevé depuis le début de l'année, soit environ 15 %. Si les secteurs des matériaux et de l'immobilier sont restés à la traîne, les autres secteurs ont affiché de solides rendements à un chiffre, voire à deux chiffres (graphique 3). Notamment, si l'on exclut les « sept magnifiques » et le secteur des semi-conducteurs de leurs secteurs respectifs, ces secteurs, malgré le grand enthousiasme suscité par l'IA, ont affiché des rendements similaires, voire inférieurs, à ceux des secteurs sensibles aux taux d'intérêt. Par exemple, le secteur des technologies de l'information a affiché un rendement total d'environ 34 % pour l'année en cours. Si l'on exclut les semi-conducteurs, le rendement tombe à environ 18 %, et si l'on exclut en outre MSFT et AAPL, le rendement n'est plus que d'environ 11 %. De même, le secteur des services de communication a connu un rendement d'environ 27 %, mais si l'on exclut GOOG et META, le rendement est d'environ 11 %. Le secteur

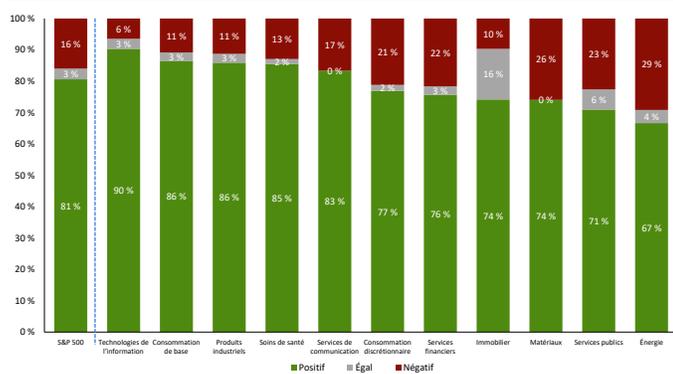
de la consommation discrétionnaire a affiché un rendement de 10 %, mais en excluant AMZN et TSLA, il tombe à seulement 5 %. Ces différences importantes suggèrent qu’investir dans les actions des semi-conducteurs et des « sept magnifiques » relève plus de l’aversion au risque et de la protection du capital dans un contexte d’incertitude croissante, plutôt que du simple l’enthousiasme de l’IA. Les épargnants sont manifestement plus prudents en ce qui concerne les placements dans l’IA cette année qu’en 2023, car l’écart de rendement entre les actions technologiques à très grande capitalisation et les autres actions des mêmes secteurs n’était pas aussi prononcé l’année dernière. En outre, le rendement supérieur des actions technologiques à très grande capitalisation et des semi-conducteurs a masqué un passage en cours de la phase intermédiaire à la phase tardive du marché.

Les bénéfices des secteurs de l’indice S&P 500 sont restés élevés, ce qui soutient la rotation en cours. Au moins 67 % des entreprises de chaque secteur ont fait état d’une surprise positive en matière de bénéfices au premier trimestre de 2024 (graphique 4). Cependant, nous commençons à constater de premiers signes de faiblesse, alors que les « décalages longs et variables » de la politique monétaire continuent d’exercer des pressions à la baisse à la fois sur la consommation et les placements. Nous constatons également des fissures sur le marché du travail, comme en témoignent la hausse du taux de chômage et les récentes divergences entre les mesures officielles de l’emploi. Il est important de noter que les dépenses de consommation aux États-Unis sont actuellement alimentées par les ménages à hauts revenus (les 50 % les plus aisés), qui dépensent environ 2,4 fois plus et gagnent 4,7 fois plus que les ménages à faibles revenus (les 50 % les plus modestes). L’environnement de taux élevés a probablement profité à leurs placements et augmenté leur valeur nette. Bien que nous nous attendions à un ralentissement des dépenses de consommation globales, les ménages à revenu élevé devraient contribuer à éviter une récession. Idéalement, un ralentissement des dépenses de consommation et de l’inflation devrait amener la Réserve fédérale à baisser ses taux conformément aux attentes du marché, ce qui pourrait stabiliser l’économie réelle et donner plus de clarté sur la direction qu’elle prend. Si cela se produit, les bénéfices pourraient être touchés, mais pas de manière importante, et nous aurons une idée plus claire à mesure que la saison des bénéfices du deuxième trimestre progressera. Néanmoins, les bénéfices des secteurs défensifs devraient rester relativement stables, ce qui favorisera la rotation sectorielle.

En ce qui concerne l’avenir du rendement des « sept magnifiques » et des semi-conducteurs, le passage à des secteurs défensifs ne signifie pas nécessairement que ces actions afficheront un rendement inférieur au marché en général. Cependant, ils pourraient être soumis à un examen plus rigoureux et le raisonnement des épargnants quant aux placements dans ceux-ci pourrait changer. Comme nous l’avons déjà mentionné, les investisseurs se sont tournés vers les « sept magnifiques » et les titres de sociétés de semi-conducteurs en raison de leur résilience dans un environnement incertain et à taux d’intérêt élevé, grâce à leur technologie et à leurs ressources. Si l’incertitude économique diminue, les investisseurs pourraient envisager d’autres options et examineront probablement de près la manière dont la technologie de l’IA est appliquée et la rentabilité de ces investissements. Cette attention sera cruciale pour la surperformance future.

En outre, parmi les éléments essentiels à surveiller, nous retrouvons les attentes très élevées du marché en ce qui concerne la croissance des bénéfices de ces actions. Même si leur croissance est supérieure à la moyenne du marché, elles pourraient susciter des réactions négatives si elles n’atteignent pas ces objectifs dynamiques, ou de justesse. D’autre part, une baisse des taux d’intérêt profiterait à la croissance des actions, ce qui permettrait à d’autres entreprises des secteurs des technologies de l’information, des services de communication et de la consommation discrétionnaire de mieux concurrencer les actions technologiques à très grande capitalisation.

graphique 4 - Surprise sur les bénéfices du S&P 500 (16-02-2024 au 15-05-2024)



Source: Bloomberg; Raymond James Ltée

Tableau 1 - Quatre scénarios possibles pour l’évolution de la rotation

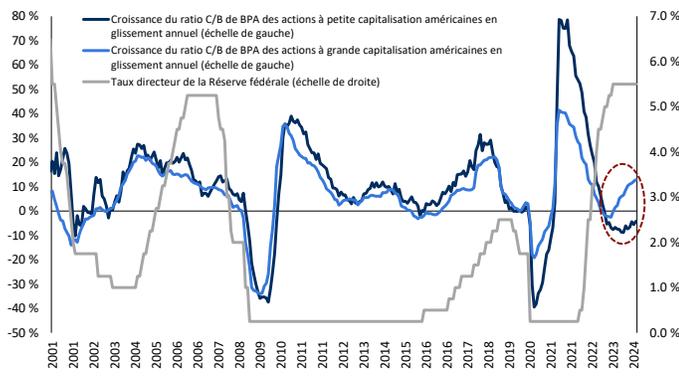
Décisions relatives aux taux	Croissance des bénéfices	
	Poursuite de la tendance à la baisse	Amélioration de la situation à partir de maintenant
Agissements de la Réserve fédérale conformément aux attentes du marché*	La récente rotation en faveur des actions à petite capitalisation devrait être de courte durée	La résilience des entreprises pourrait quelque peu renforcer la confiance des marchés, mais l’incertitude macroéconomique élevée pourrait encore entraver la rotation
	Le marché devrait attendre que les bénéfices atteignent leur niveau le plus bas avant de reprendre sa rotation	Dans une économie de type « Boucles d’or », l’enthousiasme du marché à l’égard de la nouvelle phase du cycle de marché se renforcera progressivement, ce qui favorisera la rotation vers les actions à petite capitalisation

Source: Raymond James Ltée, données au 19 juillet 2024.

Quant aux actions à petite capitalisation, elles ont connu une hausse de fin octobre 2023 à la fin de l’année, mais elles ont été à la traîne en comparaison aux actions à grande capitalisation au cours de la première moitié de 2024. Si le récent bond de juillet est impressionnant, nous ne

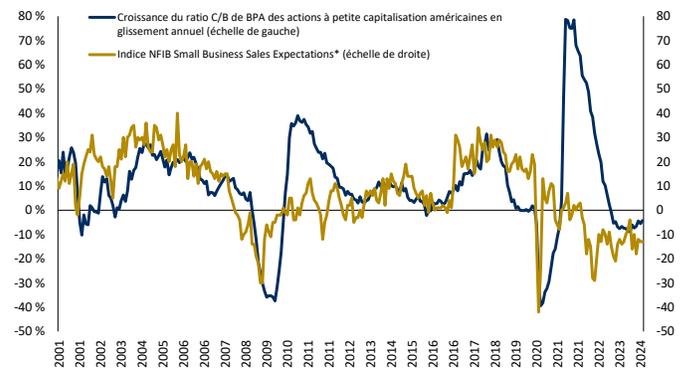
sommes pas encore convaincus que ce rendement supérieur se poursuivra à long terme sans une nouvelle amélioration des bénéfices des actions à petite capitalisation. Tout comme notre analyse de la rotation vers les secteurs défensifs et sensibles aux taux d'intérêt des actions à grande capitalisation, le rendement des actions à petite capitalisation sera influencé par les deux mêmes facteurs essentiels : (1) les décisions des banques centrales en matière de taux d'intérêt et (2) les attentes en matière de bénéfices futurs. Le tableau 1 présente quatre scénarios possibles. Bien que les actions à petite capitalisation se négocient actuellement à des multiples de valorisation intéressants, leur récent rebond ne sera probablement durable que si la Réserve fédérale baisse ses taux comme prévu et si les bénéfices des actions à petite capitalisation commencent à s'améliorer. Pour que ces deux conditions soient remplies, l'économie américaine doit rester dans une phase dite « Boucles d'or », où des baisses de taux bien prévues stabilisent les dépenses de consommation et les placements sans provoquer de nouvelles détériorations économiques importantes.

graphique 5 - Tendence historique de la croissance des bénéfices des actions à petite capitalisation et à grande capitalisation



Source: FactSet; Raymond James Ltée; données au 19 juillet 2024.

graphique 6 - Sentiment des petites entreprises et croissance des bénéfices des actions à petite capitalisation



Source: FactSet; Raymond James Ltée; données au 19 juillet 2024. * Pourcentage net (« supérieur » moins « inférieur ») pendant les trois prochains mois, désaisonnalisé.

Historiquement, les bénéfices des actions à petite capitalisation ont été plus volatils et plus irréguliers que ceux des actions à grande capitalisation, ce qui reflète leur plus grande sensibilité aux conditions économiques (graphique 5). Depuis le début de l'année, les perspectives de croissance des bénéfices des actions à petite capitalisation se sont quelque peu améliorées, bien qu'elles continuent de diminuer, mais à un rythme plus lent. En revanche, la croissance des bénéfices des actions à grande capitalisation est en hausse depuis le milieu de l'année 2023, principalement grâce aux « sept magnifiques ». L'indice S&P 493 a connu une récession des bénéfices en 2023, mais s'est progressivement redressé au début de l'année. Si les bénéfices des actions à petite capitalisation se sont alignés plus étroitement sur la tendance du S&P 493 en 2023, ils n'ont pas suivi le rythme de la reprise observée au début de l'année. Lors des précédents cycles d'assouplissement des taux, la croissance des bénéfices n'a pas atteint son niveau le plus bas avant la fin du cycle d'assouplissement. Étant donné que nous nous attendons à un ralentissement plutôt qu'à une récession complète cette fois-ci, nous restons prudemment optimistes en ce qui concerne les bénéfices. Le consensus du marché prévoit que les actions à petite capitalisation devraient connaître leur premier trimestre de croissance positive du bénéfice par action (BPA) en six trimestres au cours du troisième trimestre de cette année. Néanmoins, l'incertitude économique restera élevée jusqu'à ce que le cycle d'assouplissement des taux commence, et par conséquent, les bénéfices aussi.

L'un des principaux indicateurs des futurs BPA pour les actions à petite capitalisation est l'indice NFIB Small Business Sales Expectation. Cet indice interroge les propriétaires de petites entreprises sur leurs prévisions de ventes pour les trois prochains mois et est présenté comme le pourcentage net de ceux qui prévoient une hausse des ventes par rapport à une baisse des ventes (graphique 6). Il précède souvent les tendances de croissance des bénéfices des actions à petite capitalisation. En juin, l'indice était de -13 %, en dessous de la médiane à long terme de 9 %, bien qu'il se soit amélioré par rapport au plus bas de 2022 de -29 %. Malgré cela, il n'y a pas encore eu d'amélioration importante du sentiment. Par conséquent, nous pensons que le marché pourrait choisir d'attendre que les bénéfices atteignent leur niveau le plus bas avant de reprendre pleinement la rotation vers les actions à petite capitalisation (quadrant inférieur gauche du tableau 1) au cours des prochains mois.

Outre les principaux facteurs que nous avons examinés, plusieurs autres considérations peuvent influencer la rotation du marché. Tout d'abord, en cette année électorale, les « transactions Trump » ont fait l'objet d'une attention considérable, mais ces tendances se révèlent souvent insoutenables. Nous pensons que les décisions de la Réserve fédérale en matière de taux d'intérêt, les conditions économiques et la croissance des bénéfices ont une incidence plus cruciale sur le marché. Deuxièmement, lors des reprises générales du marché, les actions à petite capitalisation surpassent souvent les actions à grande capitalisation. Cependant, lors du dernier atterrissage en douceur de la Réserve fédérale en 1995, les taux n'ont été baissés que de 75 points de base au cours de ce cycle d'assouplissement, et les actions à petite capitalisation ont affiché un rendement à peine comparable à celle des actions à grande capitalisation. Étant donné que les actions à petite capitalisation sont plus sensibles aux variations

des taux directeurs, l'ampleur des baisses de taux sera également importante alors que nous prévoyons l'avenir du rendement des actions à petite capitalisation par rapport à celui des actions à grande capitalisation dans ce cycle d'assouplissement des taux. Troisièmement, les indices des actions à petite capitalisation ne gravitent généralement pas autour de la technologie autant que ceux des actions à grande capitalisation, en particulier dans le secteur des semi-conducteurs. Par conséquent, si l'enthousiasme autour de l'IA continue à croître, cela procurera un solide avantage aux actions à grande capitalisation, mais pas tant pour les indices des actions à petite capitalisation.

En résumé, nous pensons qu'il est temps de déplacer les projecteurs de manière sélective et d'élargir notre champ d'action à d'autres possibilités que les « sept magnifiques » et les semi-conducteurs. Nos prévisions concernant les décisions de la Réserve fédérale en matière de taux d'intérêt et la croissance des bénéfiques suggèrent que la rotation sectorielle vers les des actions à grande capitalisation des secteurs défensifs et sensibles aux taux d'intérêt se poursuivra probablement. Cependant, nous devons constater de nouvelles améliorations fondamentales des bénéfiques des actions à petite capitalisation pour être convaincus qu'elles sont prêtes à afficher un rendement supérieur durable. En fin de compte, ces rotations devraient s'accélérer au fur et à mesure que le marché prendra confiance dans un atterrissage en douceur de l'économie américaine. Malgré le bruit potentiel du marché et les événements inattendus, il est important de rester investi et de se rappeler que les épargnants patients et qui effectuent des placements à long terme ont toujours été récompensés.

RENSEIGNEMENTS IMPORTANTS À L'ATTENTION DES ÉPARGNANTS

Tous les renseignements au sujet des sociétés couvertes par Raymond James peuvent être consultés à l'adresse : Information <https://raymondjames.bluematrix.com/sellside/Disclosures.action>

Le présent bulletin est préparé par l'équipe Groupe gestion privée de Raymond James Ltée (RJL) aux fins de diffusion aux clients de détail de RJL. Il ne s'agit pas des résultats du Service de la recherche de RJL.

Toutes les opinions et les recommandations reflètent le jugement de l'auteur à cette date et peuvent changer. Les recommandations de l'auteur peuvent être fondées sur une analyse technique et tenir compte ou non des renseignements figurant dans les rapports de recherche fondamentale publiés par RJL ou ses sociétés affiliées. L'information provient de sources jugées fiables, mais son exactitude ne peut être garantie. Ce bulletin est présenté uniquement à titre indicatif. Il ne vise pas à fournir des conseils d'ordre juridique ou fiscal. Chaque situation étant différente, les particuliers doivent chercher à obtenir des conseils en fonction de leur situation. Le présent document ne constitue ni une offre de vente ni une sollicitation d'offre d'achat de quelque titre que ce soit. Il est destiné à être diffusé uniquement dans les territoires où RJL est inscrite. RJL, ses dirigeants, ses administrateurs, ses mandataires, ses employés et leur famille peuvent de temps à autre détenir une position en compte ou à découvert dans les titres mentionnés dans le présent document et se livrer à des opérations contraires aux conclusions indiquées dans le présent bulletin. RJL peut assurer la prestation de services bancaires d'investissement ou d'autres services pour les sociétés mentionnées aux présentes, ou solliciter des services bancaires d'investissement auprès de ces dernières. Les valeurs mobilières sont offertes par l'intermédiaire de Raymond James Ltée, membre du Fonds canadien de protection des épargnants. Les services de planification financière et d'assurance sont offerts par l'intermédiaire de Raymond James Financial Planning Ltd., qui n'est pas membre du Fonds canadien de protection des épargnants.

Des commissions, des commissions de suivi, des frais de gestion et des coûts peuvent tous être associés aux placements dans les fonds communs de placement. Veuillez lire le prospectus avant d'investir. Les fonds communs de placement ne sont pas garantis. Leur valeur fluctue fréquemment, et leur rendement passé n'est pas garant de leur rendement futur. Les résultats présentés ne doivent pas être considérés comme étant une garantie de rendement pour l'avenir. Les résultats individuels varieront, et les frais de transaction liés à un placement dans ces titres auront une incidence sur leur rendement global.

Un membre de l'équipe Solutions pour clients privés responsable de la préparation du présent bulletin ou un membre de son ménage détient des titres Apple Inc., Amazon.com, Inc., Alphabet Inc., Microsoft Corporation, NVIDIA Corporation, Tesla, Inc..

Certaines des valeurs mobilières mentionnées dans le présent bulletin peuvent comporter un risque plus élevé. Les clients doivent communiquer avec leur conseiller pour vérifier si les titres sont compatibles avec leur tolérance au risque et leurs objectifs de placement.

L'information à l'égard des titres à risque élevé, moyen et faible est disponible auprès de votre conseiller.

RJL est membre du Fonds canadien de protection des épargnants.

© 2024 Raymond James Ltée.