

Assembler tous les éléments pour renforcer votre patrimoine.



La guerre et les prix

Avant de commencer la lettre trimestrielle, nous souhaitons exprimer notre sympathie et notre regret pour toutes les personnes touchées par la guerre en Ukraine.

Dans la lettre de ce trimestre, nous nous concentrerons sur l'impact de la guerre, l'inflation et les effets de la pandémie à long terme. Dans nos deux derniers bulletins, nous avons souligné l'importance accordée aux entreprises vivant une croissance prévisible des bénéfices plutôt qu'à d'autres ratios financiers et nous continuerons à le faire. Dans un environnement de taux d'intérêt en hausse, il est plus difficile pour les entreprises de gagner de l'argent, d'où l'importance des marges. Même si les mouvements des indices, à court terme, sont influencés par l'actualité assez désastreuse, n'oublions pas que les marges à tendance positive surperforment les indices. Par conséquent, lorsque nous examinons les portefeuilles de nos clients, nous surperforons également les indices! Effectivement, les rendements sont négatifs depuis le début de l'année, mais pas énormément et bien moins que les indices.

De plus, dans nos lettres précédentes, nous avons estimé que l'inflation culminerait au deuxième trimestre de cette année et avons expliqué pourquoi. Cela pourrait toujours être le cas, mais l'inflation est plus élevée que prévu en raison de la guerre. En outre, dans notre première lettre financière de 2022, nous indiquions que le marché anticipait déjà 5 hausses de taux qui commençaient à se consolider. Nous notions aussi les inquiétudes que nous avons eues au début du deuxième trimestre concernant le ralentissement de la croissance et l'inversion de la courbe des taux. Ces deux dernières préoccupations se sont également matérialisées avec le début de la guerre. Actuellement, on prévoit une courbe de rendement inversée et 7 à 10 hausses de taux, dont l'une pourrait être de 50 points de base au lieu des 25 points de base qu'anticipait la déclaration du président de la banque centrale américaine.

Ces idées seront abordées plus loin, mais suffit de dire que la volatilité persistera encore longtemps. L'actualité a eu son effet sur le marché. Même si les performances sont médiocres, les marchés d'actions ont été assez résilients, sauf pour les actions qui ont des multiples de bénéfices très élevés, que nous évitons heureusement depuis un certain temps. Nous souhaitons rappeler à nos lecteurs que des corrections se produisent bel et bien, soit via une baisse de prix ou avec le temps. Nous prévoyons, ainsi, une période de consolidation des indices.

 **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 Pouliezios
(514)282-5929
Nektarios.pouliezios@nbpcd.com

Catherine Lach
(514)282-5832
catherine.lach@nbpcd.com

Nancy Belanger
(514)871-7076
Nancy.belanger@nbpcd.com

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



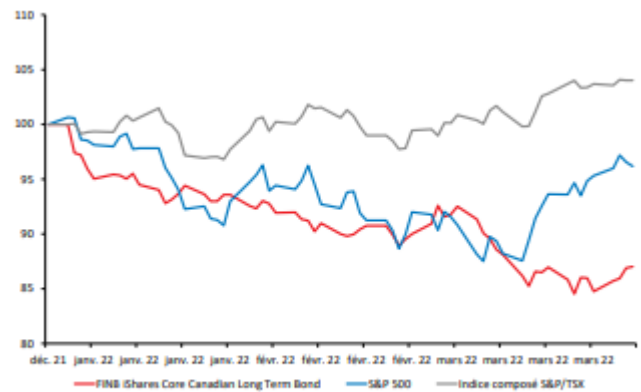
La guerre en Ukraine ajoute une nouvelle couche d'incertitude à des perspectives économiques et financières déjà très complexes. Bien que la situation politique actuelle soit excessivement fluctuante, elle augmente encore les risques d'inflation et elle freine la croissance économique. BMO Economics a réduit ses perspectives de croissance mondiale pour cette année d'un demi-point à 4,0 % en raison de la chute attendue de l'économie Russe, du coup porté à l'Europe et du niveau d'activité légèrement plus faible ailleurs. De plus, ils ont également élevé leurs prévisions d'inflation en raison de la montée en flèche du pétrole bien au-dessus de 100 dollars, parallèlement à des gains importants dans une variété d'autres matières premières. Ce contexte de ralentissement de la croissance et de risque supplémentaire d'inflation à la hausse complique la tâche des banques centrales.

En conséquence, nous adoptons une position plus prudente et réduisons légèrement l'exposition de nos actions. Nous surpondérons la liquidité et augmentons les positions défensives dans nos portefeuilles afin de diminuer les risques entraînés par l'inflation, la hausse des taux d'intérêt et le ralentissement de la croissance économique. Nous pensons toujours que les actions ont un meilleur taux risque-rendement que les autres classes d'actifs actuellement. Nous assistons déjà à des accumulations dans les inventaires, ce qui nous indique que les prix des biens baisseront éventuellement, mais également que la confiance des consommateurs est faible puisque la population n'est pas disposée à dépenser. Sans la guerre, qui a rendu les consommateurs plus prudents sur ce qu'ils dépensent à cause de l'augmentation du prix du pétrole et des denrées alimentaires, les inventaires auraient probablement diminué. Ainsi, la courbe des taux et les indicateurs de sentiment s'avéreront être des outils essentiels dans les mois à venir.

Ne paniquons pas : les risques qu'une récession se produise l'année prochaine ont augmenté mais ne sont encore que d'environ 20 %. Quant aux obligations, elles connaissent un début d'année très chaotique compte tenu des hausses de taux d'intérêt, puisque les prix des obligations évoluent à l'inverse des taux d'intérêt. Beaucoup de valeur se crée sur le marché des titres à

revenu fixe, mais nous pensons qu'il est encore trop tôt pour y augmenter notre implication. Nous pensons que les actions sont un meilleur pari que les obligations présentement. À un niveau plus microéconomique, nous continuons de privilégier les compagnies fiables dotées d'un pouvoir de croissance et de fixation des prix suffisants pour compenser l'impact négatif de l'inflation.

Obligations canadiennes à long terme, actions américaines et actions canadiennes



Source : FactSet

Bien sûr, tous les yeux demeurent sur la guerre en Ukraine. Nous ne tirerions jamais profit de la souffrance humaine, mais nous devons également tenir compte des implications de la situation actuelle en termes d'investissements. Nous continuons de croire fermement que l'évènement n'a pas créé de nouvelles tendances, mais plutôt accéléré des tendances préexistantes comme les taux d'inflation plus élevés et un éloignement de la mondialisation vers des dépenses de défense. Compte tenu de l'énorme production d'énergie et de matières premières de la Russie, il n'est pas surprenant que les prix continuent d'augmenter. Il en va de même pour les prix des métaux de base et des céréales qui étaient déjà en hausse.

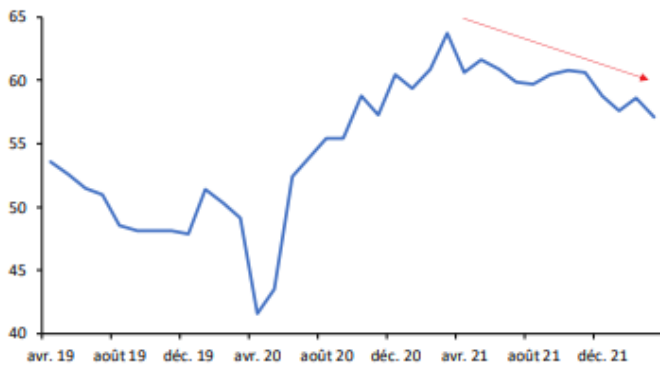
Tout cela pourrait bénéficier au Canada et au TSX puisque notre pays est très bien positionné pour faire face à une inflation élevée.

À notre avis, l'impact sur les marchés de l'énergie sera plus substantiel et plus durable qu'on ne le croit et cela devrait encourager l'Europe à se tourner vers l'Amérique du Nord pour se garantir un approvisionnement plus sûr en pétrole, en gaz naturel (dans lequel on a beaucoup investi dernièrement), en métaux et en céréales. La performance du TSX depuis le début de l'année est de 3,2 %, mais en excluant le secteur de l'énergie, sa performance descend à -2,7 %.

Une croissance plus lente

En étudiant le très important ISM (Institute for Supply Management) américain, qui vient d'être publié, ainsi que des indices internationaux comparables, il est de plus en plus clair que le dynamisme économique a déjà atteint son apogée. L'activité économique est toujours robuste mais les meilleurs jours du rebond post-COVID sont derrière nous. BMO Economics note que le PMI manufacturier américain a baissé en mars, chutant de 1,5 point à 57,1. Il s'agit de la quatrième baisse au cours des cinq derniers mois, baisse qui l'amène à son niveau le plus bas depuis septembre 2020. Les perturbations de la chaîne d'approvisionnement mondiale ont continué de limiter l'activité, cette fois en raison de la guerre en Ukraine et des mesures de confinement dans les grandes villes chinoises. La production a chuté de 4,0 points tandis que les nouvelles commandes ont plongé de 7,9 points, leur plus forte baisse depuis avril 2020. Entre-temps, les prix payés pour les matériaux ont augmenté de 11,5 points pour atteindre 87,1 alors que l'inflation continue d'atteindre des sommets impressionnants.

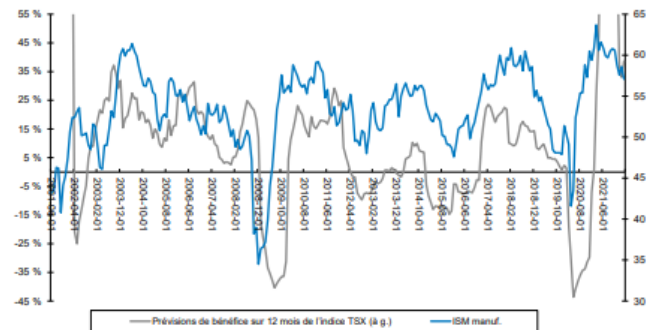
Indice ISM américain des nouvelles commandes



Source : Bloomberg

L'analyse de BMO Capital Markets (BMOCM) montre clairement que la direction des indices ISM/PMI précède de plusieurs mois la profitabilité des entreprises (ce qui est vrai aussi bien pour le TSX que pour le S&P 500) et a donc un impact immense sur la performance des secteurs.

Bénéfice par action de l'indice composé TSX et indice ISM manufacturier



Source : Bloomberg

La visibilité des bénéfices est très importante dans ce type d'environnement économique et c'est pourquoi les secteurs défensifs surperforment.

Notre partenaire de recherche chez Piper Sandler souligne que le cycle de contraction économique actuel commence plus tard dans le cycle des bénéfices qu'à l'habitude. L'histoire montre que les cycles de resserrement de la Fed génèrent de solides rendements du marché grâce à l'amélioration des bénéfices. C'est parce que la majorité des cycles de resserrement ont commencé pendant une reprise de l'économie mondiale, et non au sommet d'un cycle de bénéfices comme celui au cœur duquel nous nous trouvons aujourd'hui. Dorénavant, les révisions des prévisions de bénéfices deviendront le principal facteur déterminant pour les prix des actions au fur et à mesure du ralentissement mondial de la prochaine année et demie. Ainsi, les investisseurs devraient miser sur des actions à croissance stable, une thèse qui renforce nos disciplines d'investissement.

Il s'agit là de la plus grande préoccupation des acteurs du marché : le Trésor américain a commencé trop tard le cycle de la hausse des taux et aurait dû augmenter les taux alors que la croissance était encore robuste, contrairement à maintenant, où les indicateurs de croissance ont tendance à baisser. Sans la guerre, le prix du pétrole et des autres matières premières n'aurait pas grimpé si soudainement bien qu'ils aient eu autrefois tendance à augmenter.

Attendre le bon moment

Malgré les coups encaissés par le marché boursier américain cette année, nous conseillons aux investisseurs d'éviter de retirer impulsivement toutes leurs actions américaines ou d'essayer de deviner la tendance que pourraient prendre les marchés chaque semaine. Cela pourrait leur coûter cher.

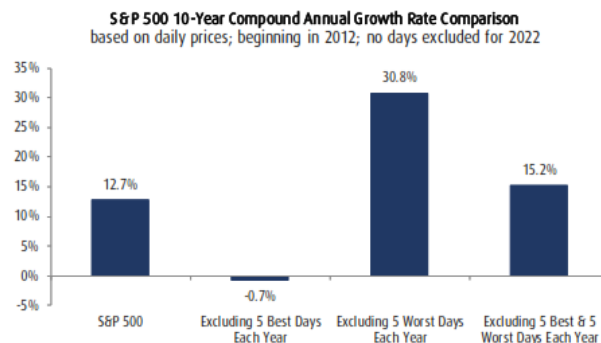
Effectivement, en examinant les pires baisses de prix quotidiennes du S&P 500 au cours des 50 dernières années, BMOCM a constaté que l'indice avait enregistré un gain moyen de 11,4 % au cours des six mois suivants et que des pertes n'ont eu lieu que dans cinq cas, tous en 2008. Au cours des 12 mois qui ont suivi les baisses, le S&P 500 a enregistré un gain moyen de 25,5% avec des pertes pour seulement trois périodes.

Depuis le début de 2012, le S&P 500 a enregistré un rendement annualisé de 12,7 %. En excluant les cinq jours les plus performants de chaque année jusqu'en 2021 le rendement était de -0,7 %, tandis qu'en excluant les cinq pires jours, il était de 30,8 %. Ces pires jours, que l'on aimerait tous pouvoir effacer, ont tendance à se produire de manière inattendue et sont donc presque impossibles à prévoir. De manière plus importante encore, les travaux de BMOCM montrent que certains des meilleurs jours de performance du marché se sont produits peu de temps après certains des pires jours !

Même si un investisseur transige ses actions de manière à éviter à la fois les meilleurs et les pires jours de performance du marché, son rendement annualisé ne serait supérieur que de 247 points au rendement qu'il obtiendrait en restant investi tout au long de la période. À ce titre, nous continuons de croire qu'il est plus

avantageux pour les investisseurs de maintenir une certaine discipline d'investissement.

Impact significatif sur les performances



Source: BMO Investment Strategy Group, FactSet.

Comme nous l'avons souvent répété, l'observation de la valorisation des actions ou des autres classes d'actifs est un très mauvais outil de « timing » du marché. Cependant, l'histoire financière a prouvé à maintes reprises que la conservation d'une discipline quant au prix payé pour les actifs, ou avoir une "marge de sécurité" comme l'a dit Warren Buffet, est le meilleur moyen d'assurer un bon rendement pour les investissements à long terme. Ce principe s'applique autant à l'immobilier qu'aux actifs financiers comme les actions et obligations. Le marché boursier permet toujours un retour des prix à la moyenne, ce qui signifie que les excès à la hausse ou à la baisse ont tendance à être corrigés par des réactions opposées.

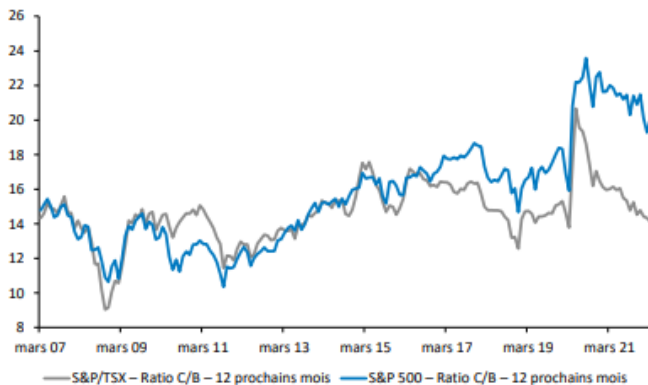
Nous rappelons simplement que les investisseurs doivent être sélectifs dans leurs choix. Dans un environnement inflationniste, surtout lorsque la dynamique de croissance ralentit, les entreprises disposant d'un pouvoir de fixation des prix, c'est-à-dire une capacité à laisser se répercuter les hausses de prix sur leurs clients, seront mieux à même de protéger leurs marges bénéficiaires et offriront ainsi une mesure de protection à leur cours de bourse.

Nous témoignons à nouveau de l'avantage de valeur relative des actions canadiennes par rapport aux actions américaines.

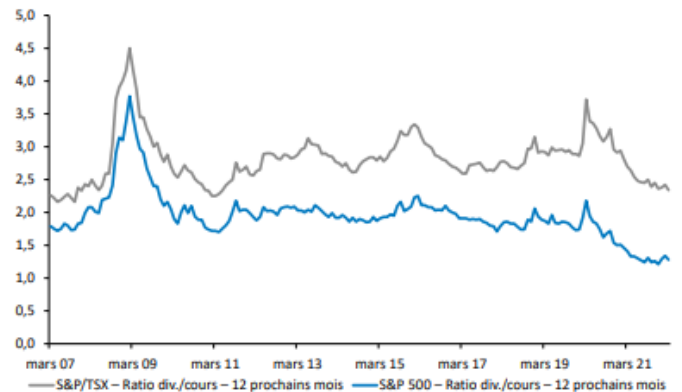
Le Canada a déjà surclassé les États-Unis de plus de 7 % depuis le début de l'année (cumul annuel), mais nous considérons toujours que la décote actuelle est excessive par rapport non seulement aux chiffres historiques, mais également au potentiel de croissance des bénéfices de plusieurs industries des ressources naturelles. Bien que l'énergie ne soit pas un secteur défensif, nous tenons à réitérer que les actions du pétrole et du gaz naturel restent trop peu chères, compte tenu de leur énorme génération de flux de trésorerie et de leur capacité à racheter des actions et à augmenter les dividendes.

En ce qui concerne les matières premières, BMOCM croit que les prix du pétrole et du gaz naturel continueront d'être bien soutenus par une demande accrue à mesure que les blocages se relâcheront, tandis que les contraintes d'approvisionnement devraient être exacerbées par le manque chronique d'investissement dans la croissance de la production au cours des cinq dernières années.

Multiples de bénéfices du TSX vs S&P500



Rendement des dividendes du TSX vs S&P500



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

Inflation

Toute la vigueur récente de l'économie et des prix des matières premières a semé la crainte d'une inflation plus élevée et qui durerait plus longtemps. Cette concentration sur la hausse des prix est fondée puisque les tendances de l'inflation comptent parmi les déterminants les plus importants des rendements du marché.

L'inflation fait baisser la valeur de la monnaie-papier puisqu'il faut par exemple plus d'argent pour acheter le même café en période d'inflation. Elle fait également baisser les placements à revenu fixe et les investisseurs obligataires exigent donc une compensation sous la forme de taux d'intérêt plus élevés pour protéger la valeur réelle de leurs avoirs. L'impact de l'inflation sur les actions est plus complexe : une légère inflation peut être positive car elle fournit un pouvoir de tarification supplémentaire aux entreprises bien positionnées et nous confirme que le risque de la déflation est bien derrière nous.

Cependant, les travaux d'analyse de données de BMOCM remontant aux années 1960 montrent clairement que les actions se portent mieux lorsque l'inflation diminue. Logiquement, puisque la valeur des flux de trésorerie futurs des entreprises vaut plus en dollars d'aujourd'hui lorsque l'inflation et les taux d'intérêt sont bas.

Cela dit, il est toujours possible de gagner de l'argent lorsque l'inflation augmente, mais il faut être plus sélectif. Historiquement, notre règle stipule que les actions subissent une compression réelle des multiples lorsque l'inflation dépasse le 3 %.

Au Canada, pourtant, la performance a été meilleure lorsque l'inflation était en hausse, sans doute en raison de la très forte exposition de notre marché aux matériaux de base et à l'énergie, qui offrent une bonne protection contre l'inflation.

Afin d'obtenir une compréhension à plus long terme de l'impact de l'inflation sur les rendements du marché et du secteur, nous nous sommes tournés vers nos partenaires de NDR Research qui possèdent l'une des meilleures bases de données du secteur. Ils ont publié des données remontant à 1926 pour le marché américain. La principale conclusion à laquelle ils parviennent grâce à ces résultats est que le marché boursier s'en sort clairement mieux dans un contexte de faible inflation, mais que certains secteurs peuvent encore générer de bons rendements lorsque l'inflation est supérieure à 3 %. Comme nous l'avons noté ci-dessus, tout dépend du pouvoir de fixation des prix.

Les données montrent que 7 des 10 meilleurs secteurs sont dits défensifs lorsque l'inflation est plus haute que 3 %. Ce sont des secteurs qui ont depuis longtemps un pouvoir de fixation des prix élevé (pharma, équipement médical, tabac, etc.) Puisque cette situation correspond à notre environnement actuel, cela justifie notre stratégie plus défensive et notre préférence pour les compagnies de santé, de biens de consommation de base, de services publics et pour les FPI de qualité.

Rendements sectoriels par ordre décroissant lorsque est supérieure à 3%

| (Décembre 1926 - décembre 2020) | % gain/an | | % gain/an | |
|------------------------------------------------|-----------|-------|-----------|-------|
| Inflation mesurée par l'IPC des États-Unis (%) | > 1 % | < 1 % | > 3 % | < 3 % |
| Sous-secteur | | | | |
| Produits du tabac | 6,97 | 4,81 | 8,42 | 4,58 |
| Produits pharmaceutiques | 8,40 | 8,10 | 8,15 | 8,54 |
| Défense | 6,00 | 2,05 | 7,60 | 2,72 |
| Équipement médical | 9,50 | 4,93 | 6,92 | 10,35 |
| Équipements de contrôle et de mesure | 9,96 | 6,12 | 6,86 | 11,70 |
| Assurance | 7,40 | 2,85 | 6,46 | 6,50 |
| Produits alimentaires | 6,93 | 5,48 | 6,44 | 6,85 |
| Santé | 5,07 | 1,72 | 6,44 | 2,28 |
| Bières et boissons alcoolisées | 7,93 | 7,57 | 6,31 | 9,52 |
| Services aux entreprises | 8,37 | 4,03 | 5,90 | 9,20 |
| Restaurants, hôtels, motels | 8,39 | 3,51 | 5,81 | 9,11 |

Source : Comité de stratégie de placement BMO pour les particuliers

Le travail de la banque centrale devient définitivement plus complexe avec un conflit géopolitique trouble s'ajoutant à l'environnement déjà très chaotique du premier trimestre. Plusieurs considèrent qu'elle était en retard dans la suppression des mesures de relance. Les pressions persistantes sur les prix n'ont fait que confirmer que la Banque du Canada (BdC) et la Réserve fédérale américaine (Fed) sont en retard sur la courbe d'inflation. Cette prise de conscience collective a conduit à un changement étonnant de politique : les attentes d'un cycle de resserrement graduel mais périodique se sont radicalement transformées en un besoin de réponse agressive pour contrer cette accélération des prix, d'ailleurs la plus rapide depuis plusieurs décennies et qui ne semble pas prêt de s'arrêter. Les quatre ou cinq hausses de prix de 25 points de base (pb) de 2022 ont maintenant cédé la place à des prévisions d'un minimum de 250 pbs consécutifs et de plus de 200 pb d'augmentations pour l'année. Fait intéressant cependant, alors que le rythme du resserrement attendu a considérablement augmenté, le taux directeur final attendu n'a pas augmenté avec le consensus ancré autour de la Fed/BOC ciblant un taux neutre compris entre 2,25 et 2,75 %. Nous nous y rendrons cependant beaucoup plus vite que prévu.

Les marchés ont réagi rapidement au changement de sentiment, les taux à court terme augmentant en moyenne de 85 à 90 points de base (par esprit de comparaison, les rendements américains à 2 ans ont augmenté de 170 points de base au premier trimestre, se rapprochant de 2,50 % du niveau le plus élevé depuis début 2019).

La violence de la décision a contribué d'affaiblir un trimestre déjà faible pour les investisseurs en titres à revenus fixe, offrant le pire début d'année jamais enregistré pour les indices canadiens et américains, dépassant même 1994 qui était jusqu'à présent considérée comme la pire année pour les marchés obligataires. Comme en 1994, la hausse des rendements des obligations d'État en prévision de réponses politiques fortes est la principale coupable. Cependant, les écarts de crédit, fournissant normalement un coussin en cas de volatilité accrue et de hausse des taux, se sont considérablement élargis. Cela contribue à des conditions de tempête parfaite sur les marchés : non seulement le soutien normal d'obligations comme valeur refuge motivé par le conflit n'a pas réussi à apaiser les craintes inflationnistes, mais les attentes de politiques monétaires ont conduit de nombreuses personnes à renoncer à leur exposition à terme, y compris dans tous les secteurs du crédit.

La lutte contre la Covid-19 n'est pas terminée et les choses ne sont pas tout à fait de retour à la normale, mais 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