

Assembler tous les éléments pour renforcer votre patrimoine.



Le juste prix

On peut dire que ce fut une année mouvementée pour les actions américaines. Tandis que le marché a globalement monté tout au long de l'année, les prix des actions ont vécu des hauts et des bas à cause des nombreuses alternances entre action de valeur contre commerce de croissance, secteurs cycliques contre défensifs et la réouverture économique contre le commerce à domicile. Nous croyons que ces développements se poursuivront dans les prochains mois.

Nous prévoyons également un maintien des craintes et de l'inquiétude des investisseurs concernant la diminution de l'assouplissement quantitatif (une mesure appelée *tapering* en anglais) de la Fed, la hausse des taux d'intérêt, les bénéfices des actions élevés, la saisonnalité... Nous avons introduit ces sources de préoccupation dans nos lettres précédentes de cette année, mais nous voudrions les répéter et rappeler aux investisseurs que les éléments positifs fondamentaux des actions américaines restent en place. Le mouvement sous-jacent des prix du marché a été volatil cette année, mais nous restons constants dans notre processus d'investissement en mettant l'accent sur la capacité d'une entreprise à générer des bénéfices prévisibles et des marges de tendances positives. Notre message aux investisseurs alors que nous nous engageons dans les derniers mois de 2021 est de s'attendre à une continuité.

La lettre financière de ce trimestre concernera principalement l'inflation. Il s'agit d'un sujet de la plus haute importance considérant notre surprise quotidienne à tous face au prix exorbitant du pétrole, du panier d'épicerie ou de l'immobilier. Nous tracerons un parallèle entre la période d'inflation actuelle et celle des années 1970, en plus de souligner les impacts de l'inflation sur les différents secteurs du marché des actions. Nous présenterons également les effets du "taper tantrum" et finalement, réitérerons notre stratégie dans ce type d'environnement de marché.



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

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



Inflation

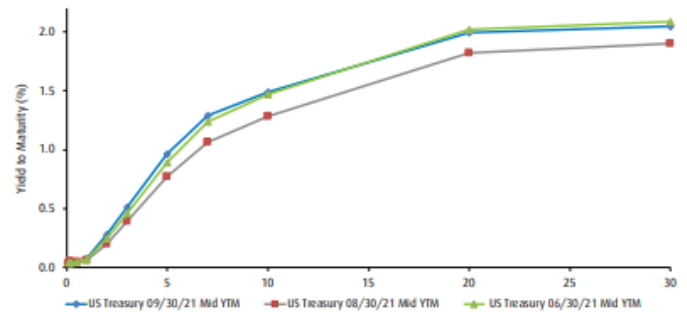
L'inflation demeure un élément clé de l'environnement économique d'aujourd'hui et selon nous, la situation ne changera pas de sitôt. Pour les fabricants, les détaillants et les entreprises de transport, les problèmes de chaîne d'approvisionnement, incluant la montée des taux d'expédition, continuent de nuire à la production et d'augmenter ces coûts, comme l'ont constaté plusieurs grandes entreprises dont FedEx, Costco et Nike. Bien que cette tendance puisse être négative pour les compagnies échangeant des multiples élevés, son impact historique a été beaucoup plus favorable aux secteurs tels que les services financiers, l'énergie, les mines et l'industriel.

Cette concentration sur la hausse des prix est bien fondée puisque les tendances de l'inflation sont parmi les déterminants les plus importants des rendements du marché. L'impact sur les actions est complexe puisqu'une inflation modérée peut être positive, accordant un pouvoir de fixation des prix supplémentaire aux entreprises bien placées.

Le travail d'analyse de BMOCM (BMO Marché des capitaux), datant de 1960, montre que les actions se portent généralement mieux lors des périodes de déflation. Cela est logique puisque la liquidité à venir d'une entreprise vaut plus cher en dollars d'aujourd'hui lorsque l'inflation et les taux d'intérêt sont bas. Cela dit, il est tout de même possible de faire des gains lorsque l'inflation est en hausse en restant vigilant et sélectif. Au Canada, la performance a été meilleure lorsque l'inflation était en hausse, sans doute en raison de l'exposition très élevée de notre marché aux secteurs offrant une bonne protection contre l'inflation : le financier, les matériaux de base et l'énergie.

Comme prévu, le début par la Réserve Fédérale américaine de sa trajectoire de réduction, qui commencera probablement en novembre, a exercé une certaine pression sur les taux. Mais le ton plus agressif de la Fed, avec des prévisions révisées de croissance plus lente et d'inflation plus élevée ont eu leur rôle à jouer dans la réévaluation de la courbe des rendements du Trésor américain.

Courbes des rendements américains



Source: Bloomberg

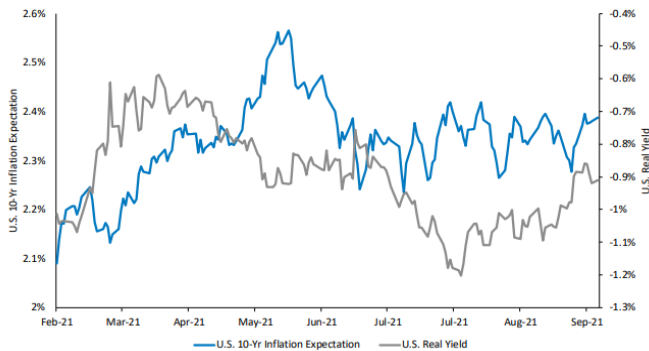
De plus, le président de la Fed, Jerome Powell, a déclaré « qu'il est fâchant de voir que les points de congestion et les problèmes de chaîne d'approvisionnement ne s'améliorent pas. Cela se poursuivra probablement l'année prochaine, nous laissant en situation de forte inflation plus longtemps que prévu. » En Europe, la Banque d'Angleterre a indiqué qu'elle pourrait relever ses taux deux fois avant mai pour freiner l'inflation, si nécessaire avant même l'expiration du programme d'achat d'obligations actuel. La banque centrale européenne a souligné le risque d'une hausse de l'inflation dans la zone euro alors que l'indice des prix à la consommation (IPC) allemand a atteint son plus haut niveau depuis 1993. La banque centrale de Norvège est également devenue la première des grandes banques à augmenter ses taux et pourrait le faire à nouveau en décembre.

Ajoutons à ces préoccupations la sécheresse majeure au Brésil qui pourrait avoir un impact sur la production de café, de jus d'orange et de sucre, ajoutant aux pressions croissantes sur les prix des denrées alimentaires, ainsi qu'aux problèmes d'approvisionnement énergétique affectant l'Europe et l'Asie. La crise énergétique a incité le premier ministre britannique Johnson à mettre l'armée de côté pour pallier une pénurie de carburant, tandis qu'en Chine, un gouvernement inquiet de l'hiver à venir a ordonné à ses principales compagnies d'énergie de sécuriser leurs approvisionnements à tout prix.

Alors que la perspective d'un resserrement anticipé de la Fed pourrait continuer à exercer une pression sur la

partie à court terme de la courbe, les rendements à plus long terme n'ont pas encore reflété l'ampleur des craintes inflationnistes. La majeure partie de la récente hausse des rendements est due aux rendements réels et non aux anticipations d'inflation.

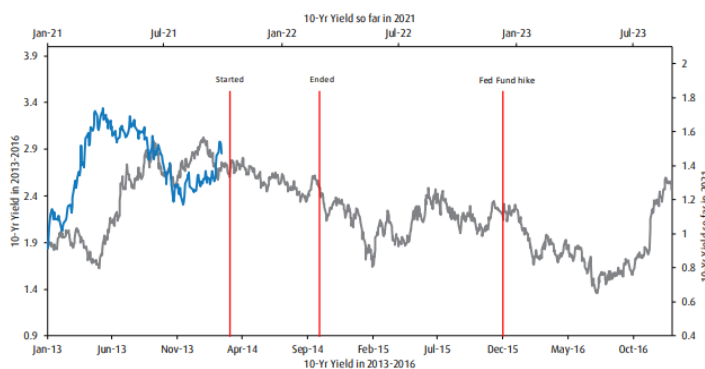
Le rendement réel entraînant une hausse du rendement nominal du Trésor américain à 10 ans



Source: Bloomberg

Par rapport au cycle précédent, probablement que la majeure partie du risque de *tapering* s'est déjà reflétée dans les rendements. Contrairement à aujourd'hui, en 2014, l'IPC a plafonné au début de l'année lorsque la Fed a commencé à diminuer, avant de passer au négatif 12 mois plus tard. Il est encore trop tôt, mais si l'histoire se répète, tout signe que l'inflation a culminé pourrait fournir des indices sur les tendances potentielles des taux d'intérêt.

Comparaison des cycles de diminution du QE



Source: Bloomberg

Nos partenaires chez Cornerstone Macro déclarent qu'ils « ne croient pas que la Fed augmentera ses taux directeurs en 2022. Cela dit, plus nous nous rapprochons de ces hausses de taux, plus nous assisterons à une volatilité du marché. Le ralentissement des PMI (indice des directeurs de production) de l'année prochaine, les bénéfices et les pressions inflationnistes compliqueront la situation fin 2022, entraînant peut-être des hausses plus tard que tôt ». Ils continuent en déclarant qu'ils ne voient pas la Fed s'assouplir d'une main et se resserrer de l'autre. Par conséquent, il est logique que la Fed arrête les assouplissements quantitatifs avant de relever les taux.

En bref, la partie courte de la trajectoire de la courbe des taux (c'est-à-dire les attentes à court terme) est en hausse depuis la réunion du FOMC en juin, lorsque la Fed a signalé deux hausses de taux en 2023 alors qu'on n'en prévoyait aucune. Le processus s'est poursuivi après la réunion du FOMC de septembre, lorsque le comité s'est divisé à propos de l'idée d'une augmentation en 2022. Au même moment, la partie longue de la trajectoire attendue de la courbe des taux a baissé, représentant un scepticisme quant aux perspectives de croissance et/ou d'inflation aux États-Unis à long terme.

De plus, ils soulignent certaines données étayant leur opinion selon laquelle les hausses de taux ne seront pas imminentes en 2022. Par exemple, plusieurs indices laissent croire que les déséquilibres entre l'offre et la demande qui ont fait monter les prix des biens s'inversent, ce qui pourrait signifier une baisse des prix des biens à venir ;

1. Navires : Le nombre de porte-conteneurs ancrés diminue, alors que la Covid recule dans le monde, permettant des réouvertures. Qu'advient-il des prix lorsque toute la marchandise de ces bateaux arrivera sur le marché ?

2. Transport de marchandise : Selon le China Sunday Global Times : « Le coût moyen d'expédition d'un conteneur de 40 pieds de Chine vers la côte ouest des États-Unis a chuté de 22% par rapport à fin septembre,

la quatrième baisse hebdomadaire consécutive, selon Freightos.

3. Exportations : les exportations chinoises sont clairement en hausse. Malgré les typhons, les inondations, la Covid et les coupures d'électricité, de plus en plus de produits arrivent sur le marché.

4. Heures de travail : Les principaux ports de LA/Long Beach passent à des opérations 24 heures sur 24 et des entreprises telles que Walmart, UPS et FedEx augmentent également les heures de travail pour éliminer les points de congestion.

5. Ferroviaire : les actions surperforment car les marchandises se déplacent désormais des ports vers les usines, les magasins, etc.

6. L'IPC des biens de base n'a augmenté que de 0,25% m/m en septembre et suit une tendance à l'affaiblissement depuis 3 mois.

7. L'IPP n'a augmenté que de 0,08 % m/m et présente une tendance à l'affaiblissement depuis deux mois.

Comme indiqué dans notre introduction, l'action des prix du marché et la rotation des fonds dans différents secteurs et styles d'échange depuis le début de la pandémie peuvent caractériser un marché dynamique à cause des fluctuations de taux d'intérêt à court et à long terme. Alors que l'économie mondiale essaie de faire face à la pandémie, ces taux sont constamment revalorisés en raison des facteurs énumérés ci-dessus. Il est, en réalité, impossible de prévoir les taux, ceux-ci étant dépendants de données précises. Les banques centrales sont prises dans un dilemme complexe: elles ne peuvent pas augmenter les taux si les taux à long terme sont encore bas.

D'abord, le taux à court terme est fixé par les banques centrales. Depuis le début de la pandémie, le remède évident pour les banques centrales était de baisser substantiellement le taux à court terme afin d'offrir une relance économique. Dès le départ, la Réserve fédérale a clairement indiqué aux acteurs du marché qu'elle maintiendrait les taux bas au moins jusqu'en 2023.

Ensuite, les taux à long terme sont fixés par le marché, plus précisément par le marché obligataire en fonction des perspectives de croissance à long terme. Cela dit, depuis la crise financière, les banques centrales à l'échelle mondiale ont commencé à être les principaux acteurs des titres à revenu fixe et ont commencé à acheter des obligations à long terme pour maintenir les taux à long terme bas ; c'était ce qu'on appelait l'assouplissement quantitatif ou *quantitative easing*, (QE). Depuis le début de la pandémie, les banques centrales ont fait davantage de QE afin de fournir des liquidités sur les marchés du crédit.

Essentiellement, c'est la relation entre les taux à court terme, indication du pouvoir des prix (inflation vs déflation) et les taux à long terme, indication de la croissance à long terme, qui est à l'origine de ces montées et descentes sur le marché. La tendance idéale des taux d'intérêt serait une pente ascendante, logiquement. Les taux à court terme devraient être inférieurs aux taux à long terme. Par exemple, toute entreprise ou tout investisseur qui choisit d'investir soit par des dépenses en capital, soit via les marchés du crédit devrait être récompensé pour ses perspectives à plus long terme. Sinon, il n'y aurait aucune raison d'investir sur le long terme.

Cela explique l'origine du dilemme. Présentement, les taux à long terme restent historiquement bas en raison des facteurs soulignés par Cornerstone Macro, tout comme les taux à court terme. Cependant, l'inflation des prix est véritable et la seule façon pour les banques centrales d'y remédier est d'augmenter les taux. Cependant, ce faisant, ils aplatiraient la courbe des rendements ou pourraient même l'inverser, ce qui diminuerait davantage la croissance et nous ramènerait en sorte de récession. C'est pourquoi la réserve fédérale a annoncé qu'elle ralentirait le QE dans l'espoir d'augmenter les taux à long terme (se retirer essentiellement en tant qu'acteur du marché de la dette afin que les institutions exigent davantage pour leurs investissements à plus long terme). La seule façon pour eux d'augmenter les taux à court terme est que l'extrémité la plus longue de la courbe des taux augmente. Nous ne pensons pas que l'inflation diminuera complètement après la disparition de ces

points de congestion, car la croissance de l'emploi et les salaires restent solides pour le moment. L'inversion de la moyenne serait une issue probable.

Parallèles avec l'inflation - stagflation des années 1970

La stagflation se caractérise par une inflation élevée soutenue couplée d'une demande faible persistante et d'un niveau d'emploi faible. Certains comparent l'environnement économique d'aujourd'hui à la période de stagflation des années 1970. Cependant, l'économiste en chef de BMO, Doug Porter, affirme que, même s'il existe des parallèles entre cette époque et la nôtre, nous en sommes encore très loin. Il note qu'au début des années 1980, l'inflation américaine se calculait avec deux chiffres alors que le taux de chômage était bien au-dessus des normes à long terme (et a finalement dépassé 10 % en 1982). Actuellement, même avec une certaine déception sur le front de la croissance, le taux de chômage aux États-Unis est de 5,2% (et en baisse) et l'inflation calculée la plus haute est de 5,3%.

La forte inflation d'aujourd'hui sera transitoire, indique Cornerstone Macro. La demande globale est restée robuste (les ventes au détail ne sont qu'à un demi-pourcent de celles d'avril) et le marché du travail est exceptionnellement stimulé (environ 2,5 millions d'offres d'emploi de plus que de personnes officiellement au chômage). La semaine dernière seulement :

1. Les ventes au détail sont étonnamment positives, même en tenant compte de l'inflation, malgré la demande plus faible pour certains produits.
2. Les demandes de chômage (initiales et continues) ont chuté.
3. Les enquêtes sur les offres d'emploi et le roulement de la main-d'œuvre : les offres d'emploi pour juillet ont été révisées à plus de 11 millions, la légère baisse d'août les plaçant 3 millions au-dessus de leur pic d'avant la pandémie, indiquant préalablement de forts gains d'emplois.

4. Le taux de démission dans le secteur privé a atteint un niveau record de 3,3 %, ce qui indique que les gens sont convaincus de pouvoir trouver un autre emploi, signe avant-coureur d'une hausse des salaires.

Nous avons constaté une hausse effrayante mais transitoire de l'inflation. Après la forte récession mondiale de 2008-2009, la Chine s'est considérablement adoucie, provoquant un rebond en V, une flambée des prix des matières premières et une hausse de l'inflation. Mais une fois les mesures de relance désamorcées, il fut évident que l'accélération de l'inflation était temporaire alors que l'économie mondiale ralentissait. Nous avons eu de nombreuses discussions avec des investisseurs qui craignaient que l'inflation ne s'enracine comme dans les années 1970. Mais encore une fois, alors que la croissance mondiale ralentissait en 2011, les prix des matières premières ont culminé et l'IPC américain a ralenti. Ce sera probablement ce qui se produira jusqu'en fin 2022.

Les effets de la hausse des taux en bourse

La hausse des taux est profitable pour la performance du marché boursier américain. Le S&P 500 a affiché un rendement moyen des prix de 14,8 % pendant les périodes de hausse des taux en glissement annuel (sur douze mois) contre un gain de 6,5 % pendant les périodes de baisse des taux. Les travaux de BMOCM montrent également que certains des rendements les plus élevés du marché ont tendance à se produire lorsque le rendement du Trésor américain sur 10 ans augmente. Le S&P 500 enregistrant un rendement des prix de 20,5 % en moyenne pendant les périodes où le rendement était inférieur à sa moyenne sur trois ans et augmentait sur une base annuelle.

En plus d'examiner les effets de la hausse des taux d'intérêt sur l'ensemble du marché, BMOCM a souligné les implications des performances dans tous les secteurs. Pour ce faire, ils ont à nouveau examiné la performance moyenne des prix sur un an, basés sur le niveau et la trajectoire du rendement du Trésor américain sur 10 ans depuis à 1990. Ils ont cependant divisé les périodes avant et après la Grande Crise Financière (« GFC »)

puisque la relation de certains secteurs avec les taux s'est transformée depuis.

1. Depuis le début de 2009, les entreprises financières ont dépassé le S&P 500 de 6,2 % en glissement annuel pendant les périodes de hausse des taux d'intérêt et a surperformé de 11 % lorsque les taux ont augmenté depuis leurs niveaux inférieurs à la moyenne. Cela constitua les rendements les plus élevés dans tous les secteurs. Ce fut un changement notable par rapport à la tendance 1990-2008 selon laquelle les financières suivaient le marché de 2% lorsque le rendement du Trésor américain sur 10 ans augmentait.

2. La performance relative an par an de la consommation discrétionnaire et de l'énergie a également changé dans sa relation avec les rendements entre les deux périodes. Les actions discrétionnaires ont enregistré des rendements sur un an supérieurs au marché dans le contexte de hausse des rendements post-GFC après avoir été à la traîne au cours de la période pré-GFC. L'inverse est vrai pour les actions énergétiques.

3. En revanche, la consommation de base et les services publics semblent être beaucoup plus sensibles à la hausse des taux d'intérêt, car leur sous-performance par rapport à l'ensemble du marché s'est accentuée depuis 2009, en particulier lorsque le rendement du Trésor américain sur 10 ans est passé en dessous de sa moyenne sur trois ans.

4. Entre 1990 et 2008, la relation entre la performance relative des produits industriels et matériaux et les taux d'intérêt est restée en place, avec de légères améliorations se produisant pour les deux groupes post-GFC lorsque les taux sont passés de niveaux inférieurs à la moyenne.

Bien que la technologie et les communications soient parmi les groupes les plus durement touchés par la hausse actuelle des rendements, ces secteurs ont, depuis la crise financière, enregistré de bons niveaux de surperformance pendant les périodes de hausse des taux.

Historiquement, donc, la hausse des taux d'intérêt n'a pas eu d'effet négatif sur la performance au niveau sectoriel, les onze secteurs du S&P 500 ayant enregistré des rendements moyens positifs sur un an au cours de ces périodes avant et après la GFC. Depuis 2009, sept des onze secteurs ont éclipsé, en moyenne, le rendement des prix à un an du S&P 500 lorsque le rendement du Trésor américain à 10 ans augmentait a/a par rapport à sa moyenne sur trois ans, ce qui représente les taux actuels.

Les effets de la diminution du QE (*tapering*) sur le marché

Dans sa déclaration de politique de septembre, le FOMC a semblé faire un pas de plus vers le début du *tapering* en déclarant qu'une réduction de son programme d'achat d'actifs « pourrait bientôt être garantie ». Malgré le signal de la Fed, de nombreux investisseurs pensent toujours que le marché paniquera une fois le *tapering* officiellement annoncé. Cela ne serait pas étonnant puisque le marché s'est replié la dernière fois que le FOMC a commencé à taper. Pour notre part, nous ne pensons pas que le *tapering* causera des ravages prolongés sur le marché. Gardons en tête que la Fed a déjà télégraphié la réduction d'un QE à plusieurs reprises, contrairement à Bernanke en 2013, dont les premiers mots ont déclenché une vente massive de 5,8%. Même dans ce cas, la baisse du pic au creux s'est effacée à peine 12 jours de bourse plus tard pour une rémission de 8,7% dans les semaines qui ont suivi le creux induit par la baisse. Le « *taper tantrum* » de 2013 fut, en bref, une opportunité d'achat pour les actions américaines.

Stratégie pour nos portefeuilles

Comme indiqué dans notre introduction, nous avons accordé un peu plus d'importance à la croissance des bénéfiques qu'aux multiples, sans toutefois ignorer complètement ces derniers. Au cœur d'un marché où les taux augmentent, il est plus difficile pour une entreprise de générer des bénéfiques, le coût du capital étant plus élevé. Par conséquent, les entreprises ayant une meilleure exécution seront récompensées. En 2021, la

croissance des bénéficiaires est devenue le principal moteur de la performance du marché, une tendance qui devrait se maintenir dans les mois à venir. Au fil des lettres précédentes, nous avons élaboré sur cette transition d'un environnement axé sur le P/E à un environnement axé sur le BPA (bénéfice par action) des implications de cette transition sur le marché.

BMOCM a analysé les performances du S&P 500 pour toutes les périodes d'un an observées mensuellement depuis 1955 et a isolé les périodes où les performances étaient déterminées par le P/E ou le BPA. Le travail montre que les périodes axées sur le BPA ont tendance à afficher des rendements de prix moyens inférieurs et plus dispersés ainsi qu'une fréquence de pertes plus élevée que les périodes axées sur le P/E. Cependant, en examinant uniquement les périodes axées sur le BPA au cours desquelles la croissance du BPA du S&P 500 était de 10 % ou plus (l'environnement actuel et prévu), les résultats de performance s'améliorent sensiblement.

D'ailleurs, comme les entreprises ont généré une forte croissance des bénéficiaires, les rachats d'actions et les dividendes des sociétés du S&P 500 ont augmenté cette année après avoir considérablement diminué en 2020, au cœur de la pandémie. Les niveaux de liquidités élevés, les ratios de distribution inférieurs à la moyenne et le redressement considérable des bénéficiaires des entreprises ouvrent la voie à un rebond prolongé de la distribution aux actionnaires, un bon signe pour la performance du marché boursier américain en 2022.

Malgré le solide rebond de la distribution aux actionnaires, les travaux de la BMOCM démontrent que le solde global de la trésorerie et des placements à court terme pour les non-financières du S&P 500 s'élevait à 1,9 billion de dollars, une augmentation considérable par rapport aux 1,5 billion de dollars en espèces de fin 2019.

La lutte contre la Covid-19 et le retour à la normale ne sont pas terminés. Votre équipe restera à l'affût des tendances émergentes. À très bientôt !

Équipe Roux & Associés