

Commentaire sur les placements

Avril 2022

CWBWEALTH.COM

VOTRE SUCCÈS, C'EST NOTRE AFFAIRESM





À l'intérieur

| | |
|--------------------------------|-------|
| Composer avec les marchés..... | 2 |
| Titres à revenu fixe..... | 3-4 |
| Canada | 5-6 |
| États-Unis | 7-9 |
| Marchés internationaux | 10-12 |

Composer avec les marchés

Équipe de placements de CWB Gestion de patrimoine

Au début de 2022, bon nombre d'observateurs des marchés (nous y compris) faisaient preuve d'optimisme à l'égard de l'économie et des marchés en général compte tenu du recul de la pandémie, qui semble se concrétiser. La conjoncture actuelle laisse toutefois poindre une situation légèrement différente.

Les perspectives économiques s'assombrissent

À mesure que l'économie redémarrait, la croissance devait dépasser largement ses niveaux prépandémiques. La transition d'une économie de « travail à la maison » à une économie plus normale devait calmer la surchauffe de l'inflation au fil de l'année. Les perspectives étaient très favorables en ce qui concerne la croissance des bénéfices des sociétés, et donc du marché boursier. Malheureusement, l'invasion de l'Ukraine par la Russie a neutralisé en partie ces perspectives économiques optimistes. Voyons à quelle vitesse ces perspectives ont changé.

La Russie est un exportateur de pétrole clé et l'Ukraine, un important exportateur de produits agricoles. Les prix des produits de base, qui avaient augmenté considérablement en 2021, ont poursuivi leur envolée, à cause principalement du conflit en Europe. À preuve, les prix du pétrole et du blé ont bondi de plus de 30 % depuis le début de l'année. Les marchés des marchandises prévoient un certain répit par rapport aux sommets récents à mesure que l'année avance, mais ce répit sera modeste. Par exemple, le prix du baril de pétrole devrait tourner autour de 90 \$ à la fin de l'année, ce qui reste supérieur aux niveaux de 2021. En raison des prix obstinément élevés des produits de base, les pressions inflationnistes devraient persister plus longtemps que prévu.

L'inflation et les taux d'intérêt augmentent

Les banques centrales tenteront de juguler l'inflation persistante en accélérant la hausse des taux d'intérêt, et en les portant à des niveaux plus élevés que prévu auparavant. Les taux d'intérêt avaient été abaissés près de zéro à cause de la pandémie, et l'on s'attendait à ce que les banques centrales les relèvent à un niveau normal lorsque l'économie mondiale serait rétablie. Cela dit, plutôt qu'une augmentation de 1 % des taux cette année, on prévoit désormais que la Banque du Canada les augmentera d'environ 2 %. Il s'agit d'une forte augmentation en peu de temps.

La hausse de l'inflation et des taux d'intérêt représente une double épreuve pour l'économie. La montée de l'inflation, en particulier les prix des biens essentiels comme les aliments et le carburant, est comparable à un impôt sur le revenu disponible. De même, l'augmentation des taux d'intérêt fait grimper les coûts d'emprunt liés aux marges de crédit et aux prêts hypothécaires à taux variable, notamment, et limite les autres types de dépenses. Ces deux facteurs pèseront sur les prévisions de croissance de l'économie et, de fait, certains analystes commencent à tabler sur une croissance économique plus « normale » en 2022, en Amérique du Nord, plutôt que sur la robuste croissance attendue jusque-là.

Temps passé sur le marché

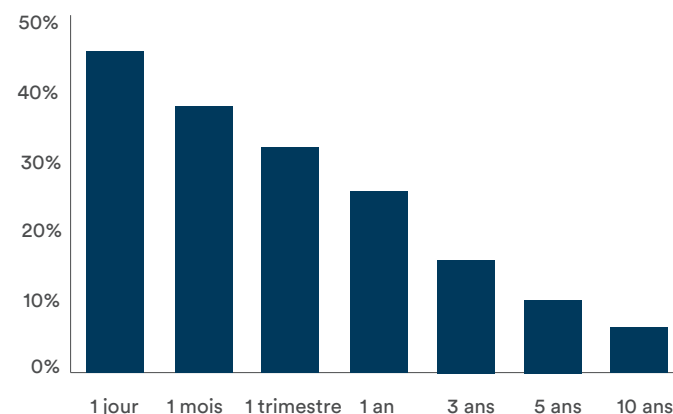
Au cours du premier trimestre, les marchés se sont ajustés aux perspectives changeantes et incertaines décrites précédemment, et les rendements ont été moins élevés. Cependant, les investisseurs canadiens se sont tirés d'affaire beaucoup mieux que ceux de la plupart des pays, étant donné la forte pondération de notre marché boursier en titres de l'énergie et des matériaux – deux secteurs qui profitent d'un contexte inflationniste.

Dans l'ensemble, les investisseurs canadiens dont le portefeuille est bien diversifié ont composé plutôt bien avec la volatilité, compte tenu des fortes perturbations prévues. Le ralentissement de la croissance économique est certes décevant, mais les perspectives révisées ne sont pas mauvaises, selon nous. L'économie devrait poursuivre sa croissance, de même que les bénéfices des sociétés, ce qui favorisera le marché boursier. Les taux obligataires ont considérablement augmenté au cours des trois derniers mois; les rendements obligataires en ont souffert, mais les taux sont désormais beaucoup plus attrayants.

Qu'est-ce qui pourrait encore changer les perspectives? À court terme, les hostilités en Europe seront un facteur déterminant : l'apaisement des tensions améliorerait de toute évidence les perspectives économiques, tandis que leur intensification aurait l'effet contraire. À un peu plus long terme, les risques planant sur l'économie ont indubitablement augmenté, et la principale crainte serait un relèvement trop prononcé ou trop rapide des taux d'intérêt, qui entraînerait un ralentissement sensible, voire une récession dès la prochaine année.

S'il est impossible de savoir si c'est ce qui se produira, nous savons toutefois que les ralentissements et les récessions sont inévitables, avec le temps, et qu'essayer de prévoir à quel moment ils se produiront représente une stratégie risquée. Les données présentées dans le graphique 1 confirment cette théorie, en détaillant la probabilité de perdre de l'argent sur différentes périodes pour ceux qui ont investi sur le marché américain.

Graphique 1 : Plus l'horizon temporel s'élargit, plus les pertes en actions diminuent (sur la base des rendements totaux du S&P 500 de 1929 à nos jours).



Source: S&P, Bloomberg. Actions américaines et stratégie quantitative de BofA

Tout peut arriver en un jour, un mois ou une année. À plus long terme, les chances de succès augmentent considérablement. La meilleure stratégie consiste à demeurer axé sur le long terme et à tenter de faire abstraction des « interférences » en cours de route.

Sources: FactSet, Bloomberg

Titres à revenu fixe

OBSERVATION

Les mesures de relance du gouvernement et des banques centrales ont aidé les économies développées à traverser le pire de la pandémie de la COVID-19. Maintenant que la pandémie semble se résorber et que les restrictions s'amenuisent partout dans le monde, les investisseurs et les banques centrales concentrent leur attention sur l'inflation.

L'inflation globale est élevée dans de nombreuses régions du monde. On peut considérer que cette situation est en partie attribuable à des perturbations temporaires dans la chaîne d'approvisionnement, mais tout espoir d'une inflation élevée temporaire semble avoir disparu avec l'invasion russe en Ukraine. Les attentes du marché à l'égard de l'augmentation des taux d'escompte ont augmenté de façon spectaculaire en peu de temps, les taux devant être d'environ 2 % plus élevés à la fin de 2022 qu'ils ne l'étaient au départ au Canada et aux États-Unis.

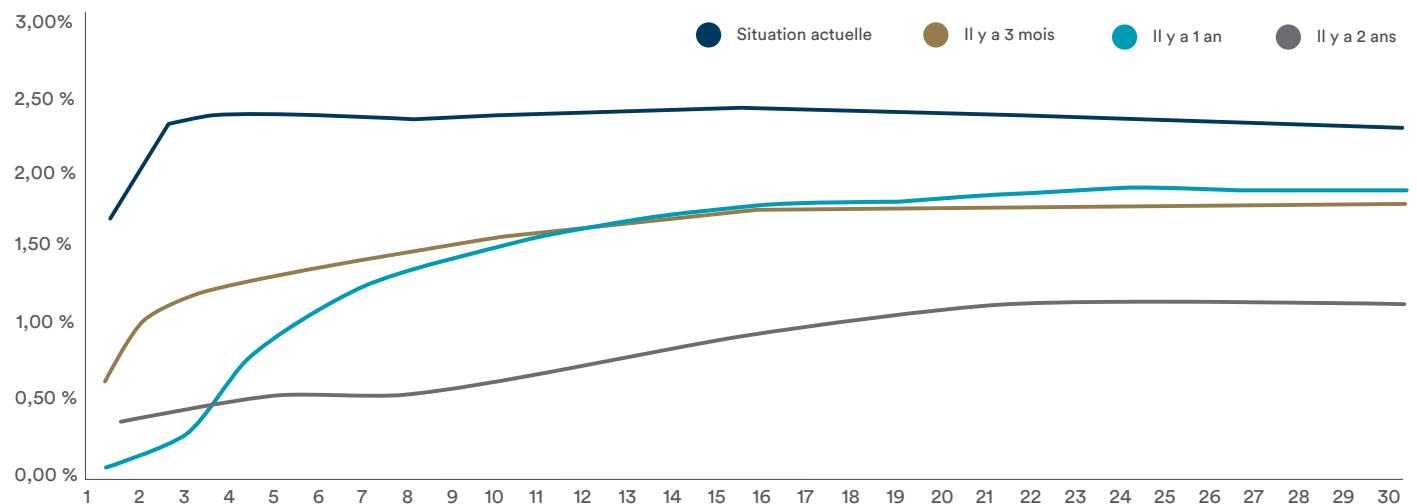


Malcolm Jones, MBA, CFA
Gestionnaire de portefeuille principal,
Revenu fixe

Au début de l'année, nous nous attendions à ce que les rendements augmentent et que les taux à court terme augmentent plus rapidement que les taux à long terme. Vous pouvez voir sur le graphique 2 que c'est exactement ce qui s'est produit. Nous nous attendions toutefois à ce que ce changement prenne douze mois plutôt que trois.

Les taux à court terme ont augmenté suite à la hausse et à l'incertitude accrue de l'inflation. Les taux à long terme ont augmenté en raison de la reprise économique, mais ils ont été tempérés par les préoccupations au sujet de la dégradation à long terme de la croissance causée par les dysfonctionnements au niveau des chaînes d'approvisionnement et les augmentations des taux bancaires.

Graphique 2 : Courbes du Canada - 31 mars 202022



Source: Bloomberg

RÉFLEXION

Il y a peut-être encore une certaine pression à la hausse sur les rendements, mais il semble aussi que la majeure partie du mouvement auquel nous nous attendions s'est déjà produite. Nous avons maintenu une faible duration (exposition au mouvement des taux d'intérêt) pendant la majeure partie du trimestre, ayant légèrement augmenté notre duration au 31 mars. Comme les rendements ont augmenté, nous voulons nous exposer à un revenu de coupon plus élevé.

Nous avons vu les écarts entre les obligations de sociétés augmenter au cours du trimestre. Ces écarts ont commencé l'année à des niveaux historiquement bas et sont maintenant plus normaux. Nous ne pensons pas nécessairement que ce soit un signe de mauvaise nouvelle. Les bénéficiaires se maintiennent et les entreprises déclarent avoir une solide « capacité à payer ». Par conséquent, nous continuons de surpondérer les obligations de crédit.

Dernièrement, diverses provinces ont fait preuve d'une discipline fiscale inhabituelle. Les budgets s'améliorent avec l'amélioration de l'économie. Les trésoriers provinciaux utilisent cette manne pour rétablir les bilans touchés par les mesures de soutien suite à la COVID-19.

Il y a un manque de discipline budgétaire à l'échelle nationale. Cela est vrai au Canada, aux États-Unis et en Europe. Nous nous sentons mis au défi de trouver des occasions d'investissement attrayantes dans les obligations souveraines (c.-à-d. du gouvernement du Canada), tout en reconnaissant leur rôle dans le contrôle des risques. La duration de nos obligations souveraines reste très faible.

Nous nous attendons à une plus grande volatilité des rendements. L'inflation et la progression de la COVID-19 sont difficiles à prévoir, et les interprétations changeront probablement radicalement à mesure que les renseignements s'accumulent. Dans certaines circonstances, cela pourrait donner lieu à des échanges dans un sens et dans l'autre.

ACTION

Nous constatons encore une certaine pression à la hausse sur les rendements, mais dans une mesure nettement moindre qu'au début de l'année. Les écarts de crédit offrent un rendement supplémentaire plus normal. Nous ne prévoyons pas de ralentissement important de l'économie, et nous ne nous attendons donc pas à ce que les écarts montent en flèche. Nous maintenons une sous-pondération de la duration et une surpondération du crédit.

Nous avons réduit la duration au quatrième trimestre et nous l'avons maintenue à un niveau inférieur, les taux ayant augmenté rapidement au premier trimestre.

Source: Bloomberg

OBSERVATION

Bien que seulement trois mois se soient écoulés depuis notre dernière lettre, le monde semble différent. On a imposé à l'Ukraine une guerre beaucoup plus féroce que ce que beaucoup avaient prévu. L'une des conséquences immédiates sur le plan des placements a été le choc de l'offre de produits de base comme le pétrole, le gaz naturel, la potasse et l'ammoniac, dont les prix ont augmenté de façon assez spectaculaire. Cela, dans un environnement où l'offre avait déjà du mal à répondre à la demande et ce, depuis plusieurs trimestres.

L'augmentation tant annoncée et attendue des taux d'intérêt par la Réserve fédérale américaine, en réponse aux niveaux élevés d'inflation, a commencé et devrait se poursuivre à un taux peut-être plus rapide qu'on ne le pensait auparavant. Cela a atténué l'enthousiasme des marchés boursiers pour les actions axées sur la croissance. Cette situation, combinée aux sanctions économiques, a entraîné une faiblesse des actions à l'échelle mondiale.

Une exception notable à cette règle est le marché boursier canadien où, tel que mesuré par l'indice S&P TSX, un rendement total de +3,8 % a été réalisé pour le trimestre. Comme on pouvait s'y attendre compte tenu des thèmes présentés jusqu'ici, les secteurs de l'énergie et des matériaux ont affiché les meilleurs résultats.

Les producteurs canadiens de pétrole et de gaz ont généré de bons flux de trésorerie, le prix du pétrole se négociant constamment au-dessus de 100 \$. Le secteur a progressé de plus de 28 % au cours du trimestre. Le secteur des matériaux n'est pas loin derrière, avec une hausse de 20 %. Cela a été motivé non seulement par les mineurs de métaux précieux et de métaux de base, mais aussi par les prix élevés des engrais résultant des sanctions contre la production russe et biélorusse.

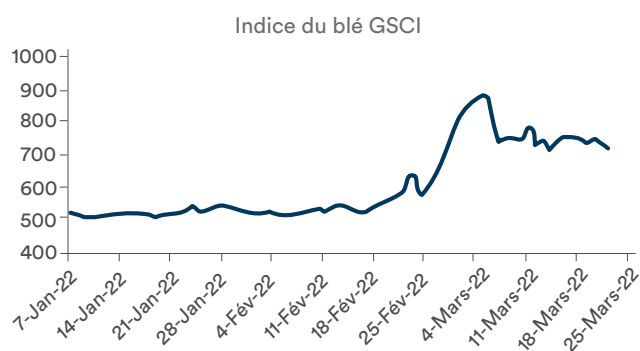
La guerre, et les sanctions en particulier, ont entraîné une hausse des prix du blé à l'échelle mondiale de l'ordre de 30 % ainsi qu'une hausse similaire des engrais potassiques (voir le graphique 3). Compte tenu de l'augmentation importante des produits de base, tant dans le secteur de l'énergie que dans celui des matériaux, les forces inflationnistes



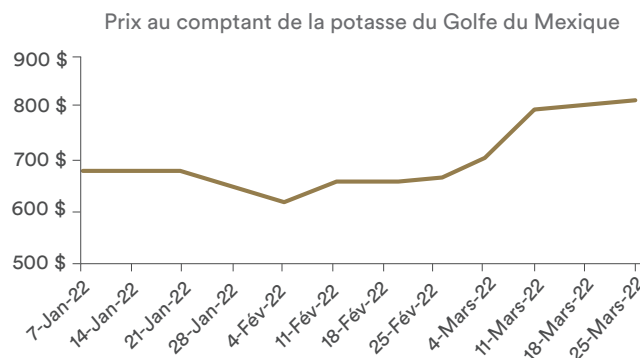
Gil Lamothe, CFA

Gestionnaire de portefeuille principal,
Actions canadiennes

Graphique 3 : Augmentation des prix du blé et des engrais potassiques



Source : Bloomberg



Source: Bloomberg

seront probablement plus persistantes que nous ne l'avions prévu à la fin de 2021.

La plus grande faiblesse du trimestre a été l'espace technologique, qui a reculé de 35 % au Canada. Ces sociétés sont généralement évaluées en fonction de la croissance future prévue des bénéficiaires. Les risques macroéconomiques et politiques croissants ont fait craindre aux investisseurs que la croissance soit réduite par rapport aux attentes récentes, tout comme la vente d'actions dans lesquelles cette croissance future a été prise en compte. Le marché boursier canadien, qui a un poids relativement faible dans les actions technologiques et un poids important dans les secteurs de l'énergie et des matériaux, a bénéficié de ces deux thèmes au cours du premier trimestre de 2022.

Une dernière tendance qui a attiré notre attention est l'augmentation des dividendes depuis le début de l'année. Le secteur de l'énergie génère beaucoup d'argent qui revient aux investisseurs. En dehors du secteur de l'énergie, nous avons également vu les dividendes augmenter et nous nous attendons à en voir davantage tout au long de l'année.

RÉFLEXION

Les événements des trois derniers mois nous ont certainement donné à réfléchir. Les forces inflationnistes liées à la pandémie, à savoir les pénuries de main-d'œuvre et les perturbations de l'offre mondiale, qui étaient considérées comme temporaires, ont fait place à l'augmentation des prix des produits de base. Les facteurs à l'origine de ces intrants fondamentaux plus coûteux, à savoir les années de pressions exercées sur les sociétés pétrolières pour limiter l'exploration et le développement, combinés aux sanctions de plus en plus punitives imposées à la production russe d'à peu près tout, seront probablement de nature plus persistante.

Comme il a été mentionné précédemment, le Canada est bien placé pour ce contexte. De plus, à mesure que le risque géopolitique s'accroît, l'Amérique du Nord est considérée comme un endroit plus sûr où investir et attirera des flux de capitaux internationaux. Cela peut devenir un vent arrière constant pour nos marchés boursiers.

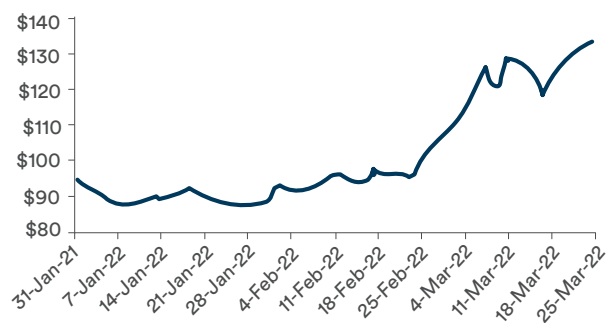
La macroéconomie du pétrole a été influencée par une offre limitée face à la demande prévue. La plupart des producteurs d'énergie hésitent à investir dans l'expansion des réserves ou de la production, car les actionnaires se concentrent sur les questions environnementales tout en insistant pour que les profits découlant de la hausse des prix du pétrole leur reviennent. C'est le cas depuis un certain temps, et les sanctions liées à l'agression russe en Ukraine n'ont fait qu'exacerber la situation. Tant que des changements structurels ne seront pas apportés du côté de l'offre, il est probable que les prix du pétrole demeureront relativement élevés.

En dehors des sanctions internationales, la macroéconomie des métaux et des minéraux est beaucoup plus équilibrée. À l'exception des métaux des terres rares utilisés dans les batteries de pointe, qui sont vraiment rares, il existe de vastes réserves de cuivre, d'engrais et de gaz naturel (utilisés dans la production d'engrais à base d'ammoniac ainsi que de produits chimiques de base comme le méthanol). Par conséquent, la vigueur des prix d'un certain nombre de ces produits est plus à risque des décisions politiques concernant la nature des sanctions imposées à la Russie, ce qui les rend beaucoup moins prévisibles.

ACTION

Notre portefeuille énergétique comprend Suncor (SU), Canadian Natural Resources (CNQ), TransCanada Energy (TRP) et Pembina Pipelines (PPL). Bien que nous ayons réduit une partie de notre surpondération de CNQ en janvier, à mesure que la situation de l'offre et de la demande de pétrole devenait claire, nous avons été plus patients à prendre des bénéfices de ce groupe. À l'inverse, la situation des engrais, moins fondamentalement motivée, nous a amenés à prendre des bénéfices de notre position Nutrien (NTR) à plusieurs reprises ce trimestre, le cours des actions étant passé de 95 \$ à 130 \$ comme le montre le graphique 4 ci-dessous.

Graphique 4 : Hausse du cours de l'action Nutrien



Source: Bloomberg

Shopify (SHOP) est une nouvelle position dans le portefeuille cette année. Cette entreprise simplifie le processus d'ouverture d'un magasin en ligne pour les entreprises. Elle est devenue un chef de file mondial dans ce domaine et continue de développer non seulement sa clientèle, mais aussi les services intégrés à son offre, ce qui en fait la solution de prédilection pour ce service.

Avec le repli des actions du secteur de la technologie, nous avons vu une occasion d'ajouter Shopify au portefeuille à un prix plus raisonnable. Lorsque le mois de mars a pris fin, nous avons ajouté cette position une deuxième fois. Compte tenu de la place prépondérante de Shopify, ainsi que de l'aspect encore naissant de ce secteur, nous nous estimons chanceux d'avoir eu la possibilité d'acquérir cette position à un prix raisonnable.

Nous avons vendu la position d'Enbridge dans le portefeuille ce trimestre. Comme nous élargissons la diversification du portefeuille entre les secteurs, il était difficile de justifier la détention de trois titres de pipeliniers. En conservant les titres TRP et PPL, nous nous exposons au transport de liquides et de gaz naturel au sein du groupe, ainsi qu'à de nombreuses possibilités de croissance grâce aux projets d'immobilisations prévus.

Malgré la masse d'incertitudes qui se sont manifestées ce trimestre, notre marché boursier a été résilient. C'est un autre exemple de la sagesse de penser à plus long terme dans les placements en actions. Bien qu'il y ait probablement une période de forte volatilité à l'horizon, investir dans différents marchés peut aider à gérer la volatilité comme cela s'est fait ce trimestre.

Sources: CWB Gestion de patrimoine



OBSERVATION

Les actions américaines ont terminé le premier trimestre de 2022 en baisse d'environ 5 % (6 % en \$ CA). Cette baisse fait suite à une reprise presque ininterrompue qui a commencé au premier trimestre de 2020, après un bref marché baissier induit par la pandémie de la COVID-19. Bien que le nombre de cas de COVID-19 ait fortement diminué au cours du trimestre et que l'économie ait rouvert comme prévu, les préoccupations au sujet de l'inflation se sont intensifiées, les chiffres globaux ayant été pires que prévu.

Le conflit entre la Russie et l'Ukraine qui a éclaté au milieu du trimestre a aggravé la situation inflationniste, car la région est un important exportateur de l'énergie et d'autres matières premières importantes. Il en a résulté une flambée des prix des produits de base. On parle moins de l'impact sur la chaîne d'approvisionnement, mais cela a alimenté l'incendie. La pénurie de métaux comme le nickel aggrave les pénuries dans les marchés déjà serrés des composants automobiles.

Au cours du premier trimestre, la Fed s'est engagée dans un cycle de resserrement avec une hausse de taux de 0,25 % en mars, soit la première de nombreuses hausses prévues au cours des 12 à 18 prochains mois. Bien qu'il s'agisse d'un événement bien télégraphié, les attentes quant au nombre de hausses de taux ont augmenté considérablement par la suite. Les conditions monétaires restent accommodantes pour l'instant, mais le marché obligataire semble inquiet. La courbe des taux s'est même légèrement inversée à la fin de mars.

Cela mis à part, les sociétés américaines ont affiché un autre bon trimestre T4 2021 et les attentes des bénéfices pour 2022, en fait, ont légèrement augmenté au cours du T1, ce qui a entraîné une contraction du multiple du ratio C/B à la suite de la correction de ce trimestre. Les bilans des consommateurs et des entreprises demeurent bons et le marché du travail continue de se renforcer.

En ce qui concerne le rendement du marché, il s'agit d'un risque par



Liliana Tzvetkova, CFA
Gestionnaire de portefeuille,
Actions américaines

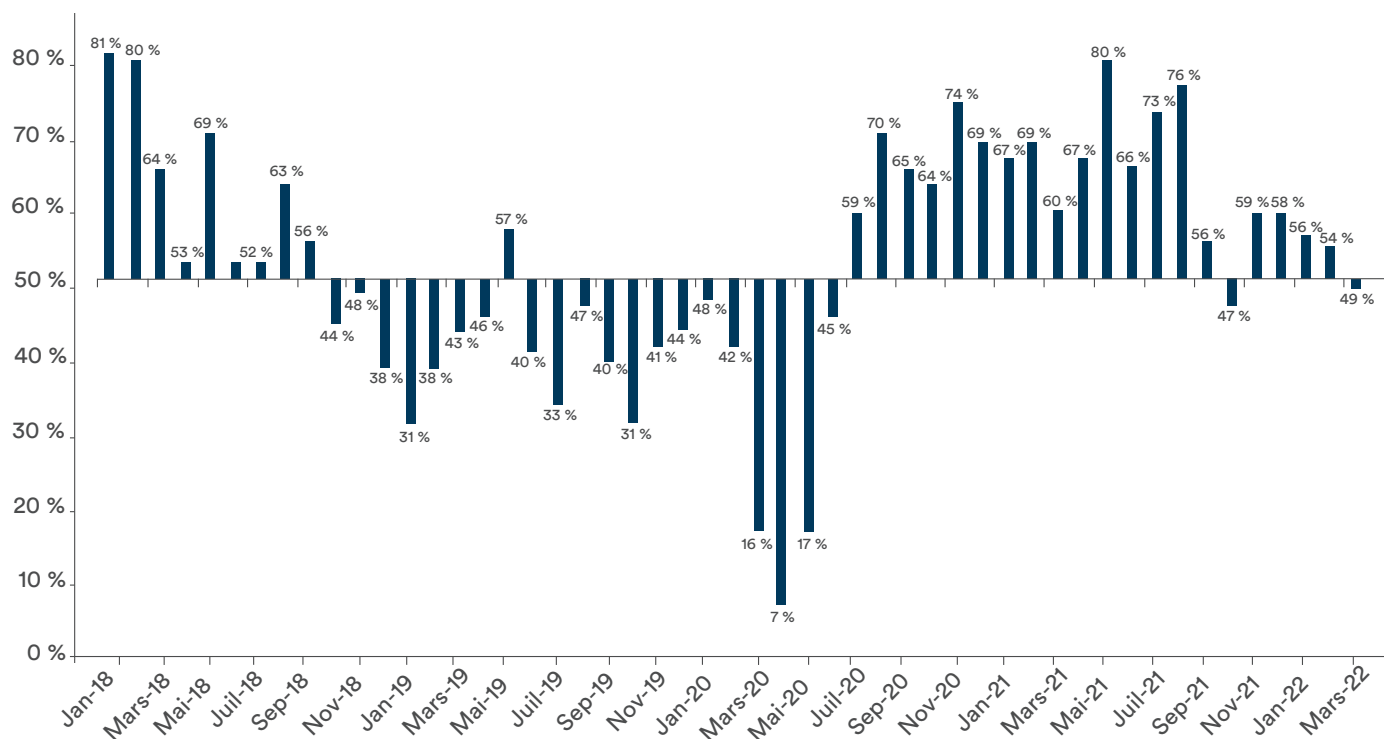


Saket Mundra, CFA, MBA
Gestionnaire de portefeuille,
Actions américaines

rapport au même trimestre, avec une grande divergence dans le rendement sectoriel. Seuls deux secteurs ont réussi à afficher des rendements positifs au premier trimestre : l'énergie (en raison de la flambée des prix du pétrole et du gaz) et les services publics (en raison d'un vol vers un lieu sûr). Les biens de consommation de base ont également surperformé sur une base relative en raison de leur nature défensive.

Le pire secteur a été celui des services de communications, Facebook constituant un énorme frein après avoir manqué les attentes et avoir entraîné les résultats vers le bas au dernier trimestre. Dans l'ensemble, la croissance a sous-performé la valeur et les secteurs plus axés sur la croissance, comme la technologie et les biens de consommation cycliques, sous-performés. Les gagnants de la pandémie, comme Netflix et Zoom, ont également été retardés.

Graphique 5 : Révisions positives du BPA de l'indice S&P 500



Source: Piper Sandler

RÉFLEXION

Même si nous ne jetons pas le bébé avec l'eau du bain, nous reconnaissons que les risques ont augmenté au cours des trois derniers mois. L'augmentation de l'inflation et des prix de l'énergie devrait entraîner une réduction des dépenses ailleurs, entraînant la destruction de la demande et/ou la compression des marges pour certaines sociétés.

Les prévisions de bénéfices pour 2022 étant légèrement à la hausse, nous courons le risque d'une révision à la baisse des bénéfices, soit le contraire de ce que nous avons connu au cours des deux dernières années (voir le graphique 5 ci-dessus). La sélection des titres devient très importante à ce stade du cycle, et notre accent sur les entreprises qui ont de solides marques, un pouvoir de fixation des prix et/ou un effet d'échelle et un faible effet de levier est utile.

La révision en profondeur des anticipations de hausse des taux d'intérêt et les commentaires récents des membres de la Fed suggèrent des inquiétudes accrues en matière d'inflation et un engagement de resserrement. Avec l'aplatissement de la courbe des taux et l'inversion de la courbe 2/10, nous commençons à entendre de plus en plus d'investisseurs s'inquiéter d'une erreur de politique ou d'une hausse trop rapide des taux de la Fed, ce qui raccourcit le cycle et finit par causer une récession.

L'inversion de la courbe des taux a généralement été un signal précoce mais fiable pour les récessions dans le passé, bien que des quantités importantes d'assouplissement quantitatif puissent déformer la courbe. En dépit de cette préoccupation, nous ne voulons pas non plus perdre de vue la possibilité d'un atterrissage en douceur, ce qui signifie que la Fed sera en mesure de resserrer suffisamment pour contenir l'inflation sans provoquer de récession.

D'un autre côté, compte tenu de la vigueur du marché du travail et de la santé des bilans des consommateurs et des entreprises, le cycle pourrait se prolonger davantage. Il est difficile de prédire lequel de ces résultats se concrétisera.

Les événements des trois derniers mois nous ont encore une fois rappelé à quel point les choses peuvent changer rapidement. Un thème commun dans le conflit entre la Russie et l'Ukraine, le taux d'inflation de 7,9 % en février, et les 8 à 9 hausses prévues des taux d'intérêt pour 2022, est qu'ils se sont tous vu attribuer une probabilité proche de zéro à la fin de l'année dernière. Pourtant, ils se sont tous produits.

Donc, même si nous essayons de prévoir le court terme, nous nous concentrons sur le long terme, où nous estimons que les choses sont plus prévisibles et que les facteurs fondamentaux sont vraiment importants. Quant au court terme, en tant qu'investisseurs, nous ne sommes pas prêts à parier sur un seul résultat. Nous préférons plutôt investir dans un portefeuille équilibré d'actions de grande qualité exposées à différents facteurs afin que le portefeuille puisse bien s'en sortir dans la variété des scénarios qui pourraient se dérouler.

ACTION

Au cours du trimestre, le portefeuille américain s'est mieux comporté que l'indice S&P 500, même s'il n'a pas d'exposition directe au secteur de l'énergie. Nous sommes à l'aise avec notre positionnement et nous continuons à mettre en œuvre notre processus de placement en déployant des capitaux dans des domaines que nous jugeons attrayants à long terme et où le rapport risque-rendement est en notre faveur. Nous avons acquis six nouvelles positions dans le portefeuille : Fabrinet, Intel, Robert Half, Linde, McKesson et Southern Copper.

Robert Half (RHI) est un organisme de dotation qui profite de l'augmentation des niveaux d'emploi et de l'inflation générale des salaires. En raison de la dynamique du marché de l'emploi, où le travail à distance est mieux accepté, l'entreprise RHI semble devenir plus forte, car elle peut offrir des candidats dotés de compétences poussées et davantage de choix de prix.

Fabrinet est une entreprise qui fournit des services de fabrication électronique impartis à d'autres entreprises, en mettant l'accent sur les composants de communications optiques. La demande en matière de communications optiques devrait croître à mesure que des composants comme les câbles à fibre optique se transformeront en actifs d'infrastructure de télécommunications et de transmission de données, et nous prévoyons que Fabrinet en profitera puisqu'elle détient 50 % de son marché principal.

L'entreprise Intel n'a pas besoin d'être présentée, et nous estimons qu'en vertu de la gestion actuelle, elle est en voie de régler ses problèmes d'exécution. D'après notre expérience, les situations de redressement ne suivent pas une trajectoire droite et prennent habituellement plus de temps que prévu en raison des ratés en cours

de route. Cependant, nous trouvons que la stratégie est logique et que le rapport risque-rendement est très attrayant au prix actuel.

Southern Copper est l'un des producteurs de cuivre les plus importants et les moins coûteux au monde, et c'est un nom qui nous appartient depuis toujours. L'entreprise a un excellent bilan en matière de rendements positifs, même à des prix bas du cuivre, et elle a affecté des capitaux de façon intelligente.

Linde est l'un des plus grands producteurs de gaz industriel au monde, opérant dans un oligopole discipliné. La société est le leader du rendement du capital dans le secteur en raison de l'exécution et de l'affectation du capital exemplaires de la part de sa direction.

McKesson est le plus important distributeur de médicaments aux États-Unis et exerce ses activités dans un oligopole stable. Au cours des dernières années, McKesson a recentré ses activités de base et ses secteurs de croissance en quittant des opérations internationales sous-optimales. De plus, grâce au règlement de questions juridiques récentes, la direction peut continuer de se concentrer sur ses activités de base et d'accroître ses bénéfices et ses rendements.

En ce qui concerne notre portefeuille d'actions américaines, nous privilégions les placements à long terme dans des entreprises de qualité qui affichent de solides rendements, un bilan sain et des flux de trésorerie stables. Fidèles à notre processus, nous avons continué de déployer des capitaux dans ces entreprises chaque fois que le rapport risque-rendement était en notre faveur.

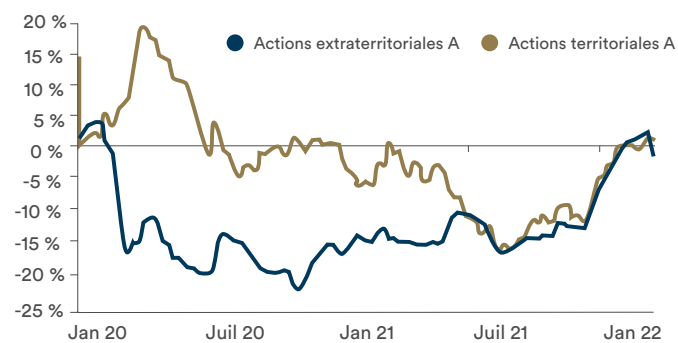
Sources: Bloomberg, FactSet, BCA, Piper Sandler, JPM, Bernstein, Credit Suisse

OBSERVATION

L'événement le plus important qui a fait les manchettes ce trimestre a été la guerre entre la Russie et l'Ukraine, ce qui a eu des répercussions sur les marchés mondiaux, y compris les marchés chinois et européens, où le Fonds international a une exposition importante.

Les actions chinoises représentent environ 15 % du portefeuille international et elles ont connu des fluctuations volatiles en raison des liens étroits de Beijing avec la Russie (et de la spéculation sur la question de savoir si la Chine appuierait la Russie dans la guerre), d'une éclosion croissante de la COVID-19 et des vents contraires de la réglementation en cours. Les investisseurs semblent avoir vendu des actions chinoises (voir le graphique 6) et bien que l'ampleur relative ne semble pas aussi importante que les récentes cessions,

Graphique 6 : Flux vers des ETF d'actions chinoises territoriales et extraterritoriales. Flux cumulés en % de l'actif géré.



Source : Bloomberg Finance L.P., J.P. Morgan



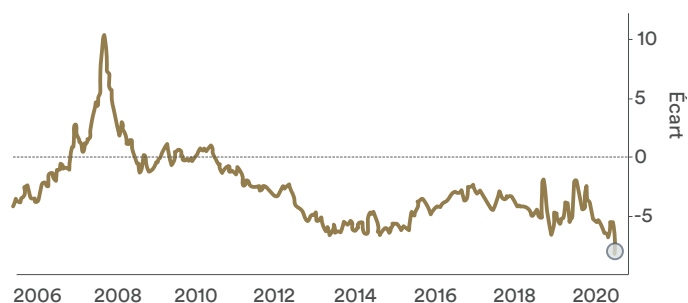
Ric Palombi, CFA

Gestionnaire de portefeuille principal,
Actions internationales et revenus alternatifs

leurs effets ont été exacerbés par la détérioration des conditions de liquidité. L'intérêt à court terme approche également des niveaux records.

Toutefois, à plus long terme, les investisseurs sont adéquatement indemnisés pour les risques à ces niveaux (voir le graphique 7). L'indice MSCI Chine s'est négocié à un niveau aussi bas que les bénéfices à un chiffre ce mois-ci, avant une remontée de deux jours qui a ramené les valorisations à une dizaine de fois. Cela se compare à 17 fois les bénéfices des marchés développés mondiaux.

Graphique 7 : Écart de valorisation record entre les actions chinoises et les actions mondiales



Source : Bloomberg

Bien que l'environnement actuel soit caractérisé par beaucoup d'incertitude et de volatilité, il est également excellent pour les sélectionneurs d'actions actifs comme nous (voir le graphique 8).

Graphique 8 : Chine - Corrélations entre les titres et les facteurs



Source: Bloomberg

Les pressions exercées par le gouvernement chinois pour stabiliser le marché ont aidé à court terme. À plus long terme, nous croyons que les investisseurs voudront être exposés à la deuxième économie en importance au monde. La Chine a également précisé qu'elle ne veut pas être touchée par les sanctions russes, le ministre des Affaires étrangères Wang Yi ayant déclaré que Beijing « ne fait pas partie » de la guerre.

Le pivot politique de la Chine devrait soutenir davantage l'économie et les actions. Cela devrait prendre de nombreuses formes, y compris des taux directeurs plus bas, une croissance plus élevée du FST (Financement social total), des réductions du ratio de réserve (RRR), des taux hypothécaires et des montants de mise de fonds pour la propriété plus bas, éliminant ainsi les objectifs quantitatifs de décarbonisation.

RÉFLEXION

Lorsque nous avons entendu le terme « non investable » au début de mars, nous en avons pris note. Ce n'est pas un mot qu'on utilise souvent, surtout pour décrire la deuxième économie en importance au monde, la Chine. Cependant, depuis, le monde est devenu un endroit différent.

À la suite d'une série d'interventions spectaculaires de la part de Beijing, la pire capitulation sur les marchés chinois depuis 2008 s'est transformée en une flambée historique, catapultant des actions comme Alibaba et d'autres sociétés technologiques chinoises cotées en bourse aux États-Unis dans un rebond jamais vu auparavant. L'intervention verbale a pris de nombreux investisseurs au dépourvu alors que le principal comité de la politique financière de la Chine s'est engagé à alléger la répression contre les entreprises technologiques, à soutenir le marché immobilier en difficulté et à stimuler l'économie.

Ensuite, nous avons la « prospérité commune ». L'initiative qui a secoué les marchés en raison de la nature opaque de la façon dont la Chine va réduire les inégalités et redistribuer la richesse est soudainement devenue absente de la propagande chinoise. L'an dernier, le terme « prospérité commune » était partout. Cette année, il n'est apparu qu'une seule fois dans un document gouvernemental de 17 000 mots présenté par le premier ministre Li.

Qu'en pensons-nous? Nous nous attendons à ce que la Chine accorde la priorité à la croissance économique plutôt qu'à la réglementation, et à ce que l'économie chinoise devienne expansionniste avec une politique monétaire incitative et une politique budgétaire plus souple. En ce qui concerne les actions chinoises, pour réitérer ce dont nous avons discuté dans la section « Suivi », nous voyons des possibilités.

ACTION

Pour le géant chinois du commerce électronique Alibaba, l'assaut réglementaire de la Chine l'a touché directement et indirectement. Des mesures directes visant à éroder le solide positionnement concurrentiel d'Alibaba par des mesures telles que la limitation du rôle d'Alipay dans l'écosystème d'Alibaba, le resserrement de la réglementation sur les opérations et la collecte de données d'Alipay, et des règles anti-monopole ont aidé les concurrents à prendre des parts de marché.

Les effets indirects ont été ressentis par les règles visant à ralentir le marché immobilier chinois, à réduire l'inégalité des revenus et à contenir la COVID-19. Ces mesures ont ralenti la croissance du PIB à moins de 6 % et amorcé une baisse des prix des biens immobiliers. Comme les consommateurs se sentent naturellement moins en sécurité dans un tel environnement, les ventes au détail totales ont ralenti à un taux de croissance annualisé de 2 % à la fin de 2021. Ensemble, ces facteurs nuisent considérablement à la croissance du chiffre d'affaires et aux marges bénéficiaires d'Alibaba.

Au cours de cette période, nous avons entendu de nombreuses expressions comme « les fondamentaux n'ont pas d'importance » et « les portefeuilles doivent subir une atténuation des risques », etc. Naturellement, cela a été difficile pour de nombreux investisseurs. Un analyste de l'une des plus grandes banques du monde a récemment réduit sa note pour l'ensemble du secteur à la sous-pondération (recommandation de vente). Bien que nous ayons beaucoup de respect pour ces analystes et ces investisseurs, nous croyons que cet épisode a montré l'aspect émotionnel du placement. Grâce à la correction de la COVID-19 et à l'essor subséquent, nous avons vu les deux côtés des montagnes russes émotionnelles, mais cette phase est difficile, car les actions chinoises ont décliné depuis un certain temps.

Pour Alibaba, nous reconnaissons que le paysage concurrentiel et réglementaire a changé, mais nous ne croyons pas que l'entreprise soit affaiblie à un point tel que les actions devraient se transiger à des ratios cours-bénéfices à un chiffre, où 30 % de la capitalisation boursière est en espèces. Outre le commerce électronique intérieur de base, où nous croyons que les marges de profit augmenteront de nouveau à partir de l'an prochain, Alibaba possède un certain nombre d'autres secteurs d'activité qui, selon nous, apporteront une valeur ajoutée. Par exemple, l'activité de commerce électronique d'Alibaba en Asie du Sud-Est, ainsi que ses plateformes de marché internationales telles qu'AliExpress. Alibaba exploite également la plus grande entreprise de services en nuage de Chine (similaire à AWS d'Amazon).

Plus important encore, nous avons vu le gouvernement chinois prendre diverses mesures qui nous confirment qu'il n'a pas l'intention de détruire le secteur et, en fait, qu'il veut et a besoin de ces entreprises pour réussir. L'annonce la plus récente, un signal très important, visait à permettre aux vérificateurs américains d'avoir un accès approfondi aux données des entreprises chinoises. Cette question est en suspens depuis plus de 10 ans, et sa résolution dans le contexte géopolitique actuel a du poids.

Au cours de cette phase difficile, notre équipe s'est tournée vers notre philosophie et notre processus de placement pour nous guider. Nous parlons souvent de « chercher la vérité » et nous l'avons fait en profitant de la peur et de la panique et en ajoutant à notre position dans Alibaba.

Sources: Bloomberg, JPM, Bernstein, FactSet

COMMUNIQUEZ AVEC NOUS

CWB Gestion de patrimoine offre aux clients une tranquillité d'esprit sur le plan financier.
1.855.292.9655 | info@cwwealth.com.

GARDEZ UNE LONGUEUR D'AVANCE

Si vous souhaitez recevoir nos publications directement par courriel, vous pouvez vous abonner en visitant le site cwwealth.com/subscribe ou en envoyant un courriel à info@cwwealth.com.



Les informations présentées ici sont uniquement destinées à la discussion et à des fins d'illustration. Elles ne constituent pas une recommandation, une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente de titres. Les opinions exprimées le sont à la date indiquée, sur la base des informations disponibles à ce moment-là et peuvent changer en fonction des conditions du marché et autres. Sauf indication contraire, les opinions exprimées sont celles des auteurs et pas nécessairement celles de CWB Gestion de patrimoine (CWB GP) ou de ses sociétés affiliées. CWB GP n'assume aucune obligation de mise à jour de ces informations. Les décisions de placement doivent être fondées sur les objectifs, l'horizon temporel et la tolérance au risque de chaque personne. Rien dans ce contenu ne doit être considéré comme un conseil juridique ou fiscal et nous vous encourageons à consulter votre propre avocat, comptable ou autre conseiller avant de prendre toute décision financière. Les rendements cotés ne doivent pas être interprétés comme un montant qu'un investisseur recevrait du Fonds et sont susceptibles de changer. Les investisseurs doivent consulter leur conseiller financier avant de décider si les fonds communs de placement sont un investissement qui leur convient. Les placements en fonds communs peuvent donner lieu à des commissions, des commissions de suivi, des frais de gestion et d'autres dépenses. Veuillez lire le prospectus, qui contient des renseignements détaillés sur les placements, avant d'investir. Les fonds communs de placement ne sont pas garantis, leur valeur change fréquemment et les performances passées peuvent ne pas se répéter. CWB GP fait appel à des tiers pour fournir certaines données utilisées pour produire ce rapport. Nous pensons que ces données sont exactes, mais nous ne pouvons pas garantir leur exactitude. Visitez cwwealth.com/about-us/avertissement-juridique pour notre clause de non-responsabilité complète. Les frais facturés pour les services fournis par CWB GP et ses sociétés affiliées peuvent changer de temps à autre, un préavis de 60 jours sera fourni aux clients avant tout changement.

CWBWEALTH.COM

VOTRE SUCCÈS, C'EST NOTRE AFFAIRESM

