

Commentaire sur les placements

Octobre 2021



CWBWEALTH.COM

VOTRE SUCCÈS, C'EST NOTRE AFFAIRE™


CWB
Gestion de
patrimoine



À l'intérieur

Difficultés dans la chaîne d'approvisionnement	2-3
Titres à revenu fixe	4-5
Canada.....	6-7
États-Unis.....	8-9
Marchés Internationaux.....	10-11



Difficultés dans la chaîne d'approvisionnement

Scott Blair, CFA
Chef des placements

Il y a un an, nous avons écrit un article intitulé [Les gagnants et les perdants de la crise de la COVID-19 sur le marché](#), dans lequel nous parlions d'un collègue qui a dû attendre pendant beaucoup trop longtemps la livraison des chaises Adirondack qu'il avait commandées. Il les a reçues après 11 mois d'attente, pour être exact. Cette histoire illustre bien les conséquences pour une usine ontarienne de la demande record pour ces chaises, dont la fabrication a été limitée par les protocoles mis en place pour lutter contre la COVID-19.

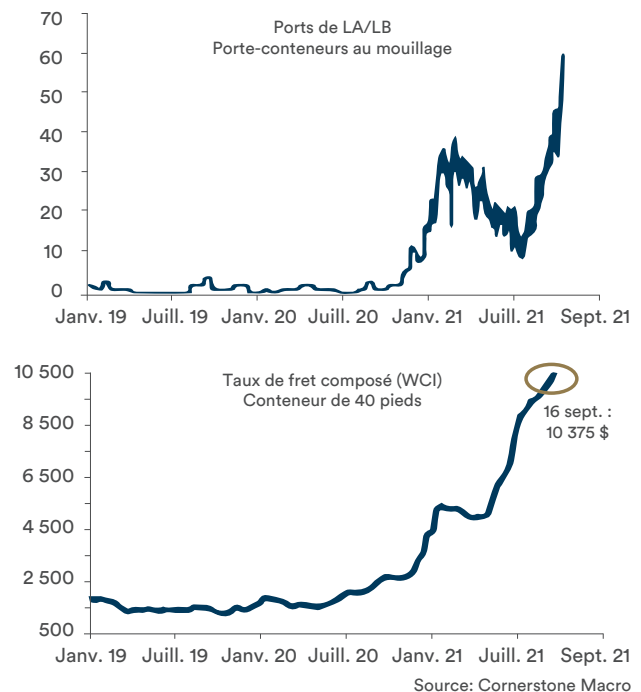
Au début de la pandémie, ce genre de problèmes était plutôt inhabituel. Comment une énorme récession a-t-elle pu mener à une demande record pour des articles « commodes et pratiques » comme des meubles de terrasse? La réponse, bien sûr, c'est que cette récession n'était comparable à aucune autre. En moyenne, les revenus et les économies ont augmenté grâce aux généreux programmes gouvernementaux, tandis que les possibilités de dépenser cet argent diminuaient en raison des restrictions sur les déplacements et les autres services. Ces restrictions sont d'ailleurs toujours en vigueur.

Difficultés dans les ports – plus qu'une simple nuisance

Dix-huit mois se sont écoulés depuis le début de la pandémie, et l'on ne peut plus considérer les problèmes dans la chaîne d'approvisionnement comme une nuisance : ils sont devenus de réels problèmes ayant une incidence sur la reprise. Récemment, une entreprise qui fait partie de notre portefeuille aux États-Unis nous a dit que la Chine a refusé l'entrée à l'un des cargos porte-conteneurs affrétés parce qu'un membre de l'équipage avait obtenu un résultat positif au test de dépistage de la COVID-19. Le navire a dû retourner en Indonésie et remplacer tout l'équipage avant de pouvoir retourner en Chine. Il en a résulté un retard de plus de deux mois par rapport au calendrier initial.

Des histoires comme celle-ci mettent en lumière la complexité de la gestion des ports pendant une pandémie. Non seulement les ports étaient-ils mal équipés pour répondre à l'augmentation de la demande, mais ils ont aussi dû faire face à des pénuries de main-d'œuvre et à une complexité accrue en raison de la mise en œuvre des mesures de distanciation physique. Des éclosions occasionnelles de COVID-19 ont également causé certains retards. Il en a résulté des perturbations importantes qui ont obligé les navires à passer beaucoup plus de temps dans les ports, et le coût du transport (taux de fret) a grimpé en flèche.

Graphique 1: Goulot d'étranglement de la chaîne d'approvisionnement



À la mi-septembre, 61 navires étaient ancrés au large des deux principaux ports de la côte ouest des États-Unis. En temps normal, on considère que cinq navires, c'est déjà trop. Il n'est donc pas étonnant que les tarifs de fret aient explosé. Auparavant, il en coûtait 1 600 \$ pour transporter un conteneur entre Shanghai et Los Angeles. Aujourd'hui, le prix se rapproche des 11 000 \$ (graphique 1).

Au début de la pandémie, les entreprises disposaient des stocks dans lesquels elles pouvaient puiser pour amortir les perturbations de la chaîne d'approvisionnement. En effet, les stocks bien garnis servent d'amortisseurs. Ces stocks ont maintenant atteint des creux presque records dans de nombreuses catégories et industries, tandis que les installations manufacturières continuent de subir les conséquences de la COVID-19. Nous sommes doublement pénalisés par la montée en flèche de la demande de biens et la réduction de la capacité de production.

Répercussions à court terme sur les entreprises et les consommateurs

À court terme, la principale conséquence est une augmentation importante des coûts de transport. Au bout du compte, une telle augmentation fait grimper les prix pour les consommateurs et pourrait se traduire par une baisse des profits pour les entreprises qui n'arrivent pas à refilez ces augmentations de prix aux consommateurs.

Bien que la situation à court terme puisse sembler préoccupante et que les répercussions des perturbations de la chaîne d'approvisionnement soient réelles, nous considérons qu'il s'agit d'un problème transitoire qui sera résolu. À mesure que les taux de vaccination augmentent et que s'épuisent les programmes de relance aux États-Unis, les autorités portuaires seront probablement en mesure d'embaucher plus de travailleurs, ce qui constitue une première étape pour éliminer certains des goulots d'étranglement dans la chaîne d'approvisionnement mondiale.

Les perspectives s'améliorent à long terme

Quand on examine la situation en laissant de côté les secousses ressenties dans la chaîne d'approvisionnement, on constate une forte demande des consommateurs soutenue par un taux d'épargne sans précédent, la volonté des entreprises d'augmenter leurs dépenses en immobilisations et la nécessité de reconstituer les stocks. Tout cela devrait stimuler l'activité économique au cours des 12 à 18 prochains mois.

Bien entendu, la COVID-19 demeure la principale inconnue lorsqu'on envisage l'avenir. Le variant Delta du virus a freiné sensiblement la croissance économique vigoureuse qui avait été prévue cet été. Il semble aujourd'hui que la vague du variant Delta s'amenuise. De plus, les nouvelles provenant de la compagnie Merck qui est prête à lancer un nouveau traitement qui pourrait réduire par deux les risques d'hospitalisation et de décès des patients atteints de la COVID-19 et pourrait changer la donne sur le plan du rétablissement.

En tant qu'investisseurs, nous adoptons une perspective à plus long terme. La reprise mondiale demeure vigoureuse et nous prévoyons une solide croissance économique pendant une bonne partie de l'année prochaine, ce qui devrait s'avérer positif pour les marchés. L'investissement dans des sociétés ayant un endettement raisonnable et des entreprises résilientes offre une bonne protection contre les embûches qui peuvent se présenter en cours de route.

Titres à revenu fixe

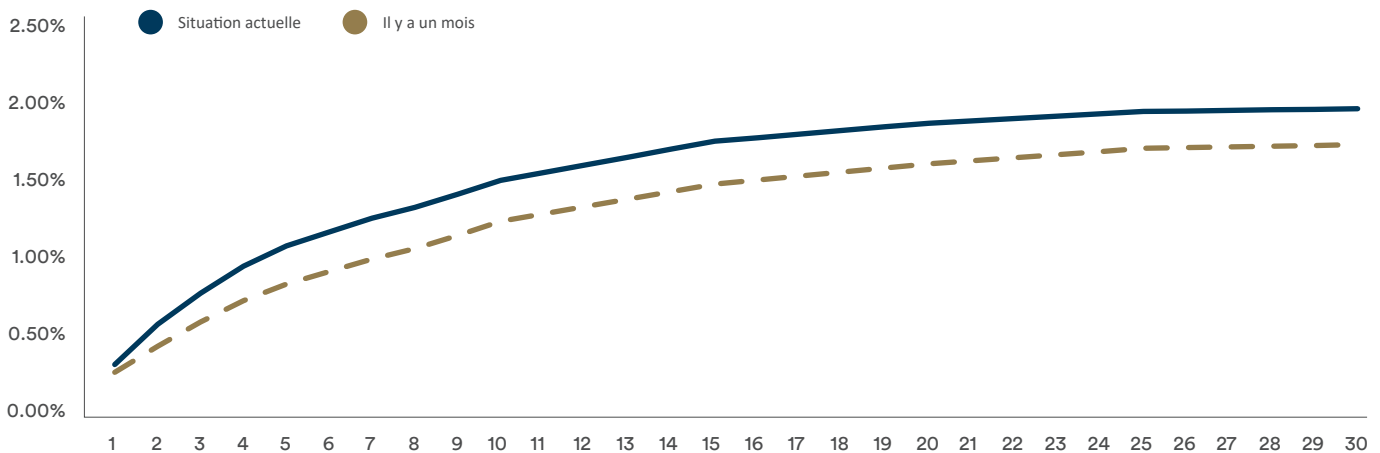
OBSERVATION

Au cours du deuxième trimestre, les taux de rendement des obligations ont fluctué sans réelle tendance, pendant que le marché tentait d'absorber les forces concurrentes au moment de l'ouverture de l'économie, et alors que la mutation du virus de la COVID-19 préparait la résurgence de la maladie. Tout au long du troisième trimestre, et particulièrement en septembre, les taux de rendement obligataires ont augmenté, tandis que la courbe des taux s'est accentuée (graphique 2).



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

Graphique 2: Courbe de rendement canadienne



Source: Bloomberg au 30 septembre 2021

Les intervenants du marché croient à la reprise de l'économie. Diverses banques centrales contribuent à appuyer cette idée, comme en témoigne l'atténuation de leurs mesures de relance. La Banque du Canada cessera probablement complètement ses achats d'obligations d'ici la fin d'octobre.

La Réserve fédérale américaine (« Fed ») a fortement laissé entendre qu'elle commencera à réduire ses achats d'actifs en octobre ou en novembre, pour cesser complètement d'ici l'été 2022. Également en 2022, la Fed, la Banque du Canada et la Banque d'Angleterre pourraient bien relever leur taux d'escompte. L'observation du marché indique une tendance à la hausse des rendements.

Les écarts de crédit ont été relativement stables au troisième trimestre. Ils sont plus élevés que les creux observés au début de l'année, mais demeurent faibles par rapport au rendement historique.

Les données sur l'inflation sont un peu plus élevées que prévu. À l'heure actuelle, l'inflation peut s'expliquer par des interruptions temporaires au sein de la chaîne d'approvisionnement et l'augmentation des coûts de main-d'œuvre.

Les États-Unis représentent en soi une rareté, en ce sens que le pays a établi un plafond de la dette prescrite. Encore une fois, l'endettement du gouvernement des États-Unis s'approche de la limite, et on craint que les décideurs ne l'empêchent d'augmenter le plafond de la dette.

RÉFLEXION

Après une accalmie estivale, nous nous attendons à ce que les courbes de taux au Canada et aux États-Unis subissent davantage de pressions à la hausse. Si l'inflation est considérée comme plus durable, cela pourrait entraîner une plus importante pression à la hausse sur les taux à long terme. Or, si l'économie devait commencer à surchauffer, ce qui pousserait les banques centrales à agir de manière plus déterminée relativement au taux d'escompte, la pression ne pourrait qu'augmenter sur les taux à court terme.

Nous avons la conviction que l'économie continuera de se rétablir, et nous estimons que les pressions inflationnistes actuelles sont transitoires. Ainsi, nous sommes d'avis que la courbe des taux augmentera dans l'ensemble et s'accroîtra légèrement. Autrement dit, les taux augmenteront de façon ordonnée, de sorte que ni l'économie ni les marchés boursiers ne seront considérablement perturbés par ces changements.

La Réserve fédérale et la Banque du Canada ont toutes deux indiqué qu'elles souhaitaient mettre fin à leur programme d'achat d'obligations avant d'augmenter le taux d'escompte. Il est important de faire preuve de prudence. Bien que l'économie soit considérée comme suffisamment solide pour que le taux d'escompte revienne à la normale, le fait de procéder lentement aidera à éviter toute perturbation de la reprise.

L'endettement des gouvernements et des sociétés est important. Or, les écarts de crédit restent modérés. On pourrait donc croire que le marché estime toujours que nous sommes en période de reprise économique. À mesure que l'économie se redresse, les revenus devraient augmenter, ce qui augmenterait la couverture des intérêts même si le niveau d'endettement est élevé.

Nous sommes à l'aise avec une surpondération dans les obligations de crédit. Même si l'écart peut être faible par rapport aux rendements historiques, il est peu probable qu'il augmente. Entre-temps, nous pouvons profiter d'un coupon plus élevé.

Les problèmes dans la chaîne d'approvisionnement causent des pressions inflationnistes temporaires. Pour l'instant, il n'y a pas d'inflation excessive des salaires. Certaines rumeurs courent concernant les augmentations salariales, mais l'inflation généralisée des salaires ne semble pas se concrétiser. L'été se termine, tout comme les programmes de soutien gouvernementaux; nous nous attendons à une augmentation du nombre de demandeurs d'emploi.

Certes nous continuons de surveiller la situation, mais à ce stade-ci, nous estimons que l'inflation est plus susceptible de se stabiliser dans la fourchette de 2 à 3 % établie par la Banque centrale, et qu'il est peu probable que se répète le scénario des pressions inflationnistes perturbatrices observées dans les années 1970.

La discussion sur le plafond de la dette aux États-Unis fait actuellement les manchettes, mais nous croyons qu'au bout du compte, il s'agit davantage d'une question politique que d'une question économique. Les discussions se poursuivront jusqu'à la dernière heure, mais le plafond de la dette sera relevé et toutes les factures du gouvernement seront payées en temps opportun. Il y aura des perturbations pour les bons du Trésor américain à très court terme, mais autrement, le marché ne semble pas se préoccuper de cette question.

ACTION

Puisque nous croyons que les pressions à la hausse sur les taux se maintiendront, nous avons adopté une sous-pondération sur la durée (exposition aux taux d'intérêt). En particulier, nous avons une position bien inférieure pour la durée, relativement aux obligations du Canada. Nous sommes prêts à détenir des obligations de sociétés et des obligations provinciales à plus long terme, afin de bénéficier d'un coupon plus élevé. De plus, nous croyons qu'il est peu probable que les écarts de crédit augmentent.

Canada



OBSERVATION

Après un premier semestre torride, les marchés boursiers canadiens ont fait une pause au troisième trimestre, l'indice composé S&P/TSX gagnant 0,17 %.

L'un des rendements les plus remarquables du portefeuille est celui de Methanex, qui a progressé de plus de 40 % au cours du trimestre. Au début de la pandémie en 2020, Methanex subissait les conséquences d'une combinaison défavorable pour elle des bas prix du pétrole et méthanol et d'un bilan assorti d'un bon endettement. La société a été forcée de réduire radicalement son dividende – la première réduction en plus de 15 ans.

Aujourd'hui, les prix du méthanol sont solides et relativement stables, les prix du pétrole sont élevés et la société génère suffisamment de liquidités pour afficher un bilan positif, mais elle a aussi augmenté son dividende et a l'intention de racheter des actions.

Le variant Delta de la COVID-19 a eu une incidence importante sur la vitesse et la nature de la reprise mondiale. Certains produits chimiques comme la potasse et le méthanol sont en forte demande à l'échelle mondiale, alors que les métaux de base et l'or sont en difficulté.

À l'échelle mondiale, on observe une forte demande pour les biens de consommation, mais la capacité de production et d'expédition de ces biens a été entravée par un manque de main-d'œuvre et par les mesures de distanciation nécessaires liées à la pandémie, qui ne sont pas propices à l'efficacité, qu'il s'agisse de produire des puces ou de charger des navires.

La machine de la mondialisation bien huilée et fonctionnelle qui avait été mise en place fonctionne maintenant avec des grincements. La bonne nouvelle, c'est que la demande est forte et qu'elle alimentera la reconstruction de la machine commerciale au fur et à mesure que la pandémie s'atténuera au cours des prochains mois.



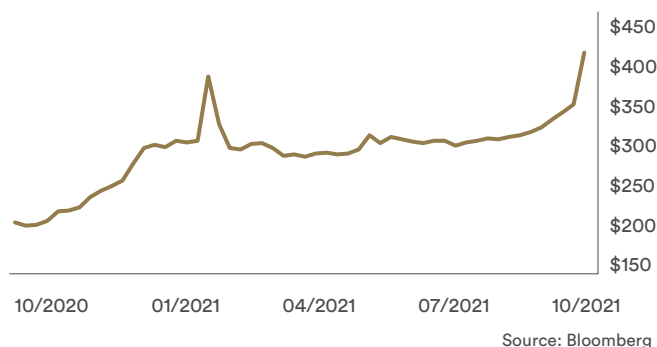
Gil Lamothe, CFA

Gestionnaire de portefeuille principal,
Actions canadiennes

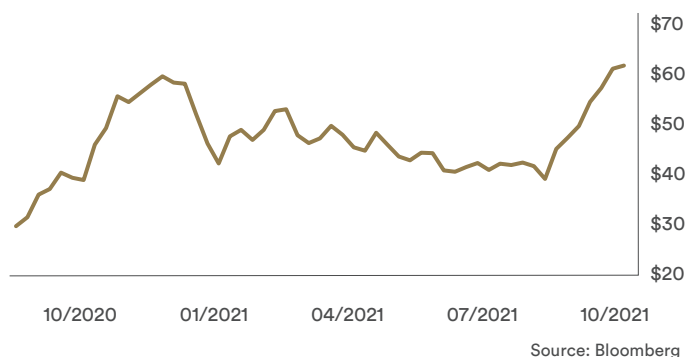
Sur le plan des fusions et acquisitions, il y a eu quelques développements au cours du trimestre. Le bras de fer entre Canadien National et le Canadien Pacifique pour l'achat de la ligne de chemin de fer Kansas City Southern, qui permettrait l'accès au Mexique, s'est brusquement transformé en faveur du CP. L'organisme de réglementation américain a rendu une décision interdisant au CN d'établir une fiducie dans laquelle il détiendrait la compagnie de chemin de fer acquise. Il s'agit d'un élément nécessaire à l'approbation de toute transaction, et comme la proposition de fiducie du CP avait déjà été approuvée, sa soumission était essentiellement la seule possible. Nous surveillons de près la valeur que le Canadien Pacifique pourra tirer de cette acquisition.

Vers la fin du trimestre, Agnico Eagle a annoncé le projet de fusion entre elle-même et Kirkland Lake Gold (KL). Cet exploitant de mines aurifères exerce des activités au Canada et en Australie, deux pays politiquement stables, ce que nous considérons comme un élément très positif. Le nouvel Agnico Eagle serait dirigé par la haute direction des deux sociétés, ainsi que par 13 membres du conseil d'administration, dont six proviendraient du conseil d'administration actuel de KL. Il y a aussi la possibilité qu'un autre demandeur se présente, de sorte que nous pourrions nous retrouver dans une autre saga de fusions en sol canadien.

Graphique 3 : Prix de vente par tonne – Methanex



Graphique 4: Prix des actions de Methanex



RÉFLEXION

Il est désormais évident que les perturbations de l'approvisionnement mondial causées par la COVID-19 persisteront en 2022. Cela dit, les marchés boursiers poursuivent leur remontée, portés par une demande vigoureuse qui semble également vouloir se maintenir. Cette situation, jumelée aux actualités concernant l'offre ou la demande sous forme de statistiques économiques ou d'événements réels, pourrait accroître la volatilité. En tant qu'investisseurs à long terme, nous nous attendons à ce que cette perturbation ne dure pas plus de deux ou trois trimestres, ce qui en fait essentiellement un événement de courte durée. La faiblesse qui en découle, qu'elle touche l'ensemble du marché ou une entreprise en particulier, représente donc une occasion à saisir.

Le résultat des récentes élections fédérales au Canada était un point potentiellement préoccupant, le Parti libéral ayant annoncé pendant la campagne son intention d'imposer une surtaxe aux grandes banques et compagnies d'assurance. Les restrictions du BSIF empêchant ces entreprises de hausser leurs dividendes, entrées en vigueur au début de 2020, ont donné lieu à de fortes positions de trésorerie dans ce secteur. On s'attendait à ce que ces restrictions soient levées cet automne et à ce que les banques et les compagnies d'assurance puissent enfin augmenter leurs dividendes. L'incidence d'une surtaxe éventuelle est l'aspect qui nous préoccupe en ce moment.

Ces derniers temps, le pétrole se négocie à des prix élevés. Encore une fois, l'offre étant limitée après des années de faibles prix, les investissements dans la production demeurent très modestes. Nous sommes exposés à la hausse des cours pétroliers de façon directe et indirecte, et nous nous attendons à maintenir ces positions à mesure que la situation évolue.

ACTION

Nous avons récemment ajouté deux nouveaux titres au portefeuille. Waste Connections (WCN) est une entreprise de collecte et d'élimination des déchets qui exerce ses activités partout en Amérique du Nord. Ce service essentiel est fourni à des municipalités et à des clients industriels sur une base contractuelle. L'entreprise a pris de l'expansion en procédant à des acquisitions et en se concentrant sur des régions où la concurrence est moindre, ce qui explique pourquoi elle dispose des marges les plus élevées de l'industrie.

Nous avons aussi ajouté le titre de TFI International Inc. une entreprise de camionnage active au Canada, aux États-Unis et au Mexique. TFI a également pris de l'expansion grâce à des acquisitions, et a récemment acheté et commencé à exploiter UPS Freight. Cet exploitant chevronné accorde une attention particulière à la rentabilité des contrats conclus.

Les deux entreprises comptent sur des dirigeants de premier ordre et ont fait leurs preuves en ce qui concerne l'exécution de leurs stratégies de croissance, sans nuire à leur rentabilité. Il s'agit d'ajouts de grande qualité au portefeuille.



OBSERVATION

Le troisième trimestre de 2021 a démarré sur une note positive. Les résultats exceptionnels de juillet et d'août ont été favorisés par une autre excellente saison de publication de résultats, où un nombre record d'entreprises ont nettement dépassé les bénéfices attendus. La propagation rapide du variant Delta à la fin de l'été a toutefois renversé la tendance, et les actions ont reculé de plus de 4 % en septembre. Les actions américaines ont terminé le trimestre en légère hausse.

Les données économiques récentes ont été décevantes, L'indice américain Citi Economic Surprise Index, qui mesure à quel point les données économiques sont supérieures ou inférieures aux attentes, est actuellement en territoire négatif. Au cours du dernier trimestre, les perturbations de la chaîne d'approvisionnement et leurs répercussions profondes ont été le sujet de l'heure, les deux principaux effets étant une hausse importante des coûts de transport et des retards de livraison. De plus en plus d'entreprises émettent des mises en garde concernant l'incidence négative de cet enjeu sur leurs bénéfices à court terme.

Enfin, la Fed a laissé entendre vers la fin du trimestre qu'elle pourrait commencer à réduire son programme d'achat d'obligations en octobre ou en novembre. Les taux pourraient aussi être majorés dès 2022, ce qui exercerait une pression sur les rendements du marché.



Liliana Tzvetkova, CFA

Gestionnaire de portefeuille,
Actions américaines



Saket Mundra, CFA, MBA

Gestionnaire de portefeuille,
Actions américaines

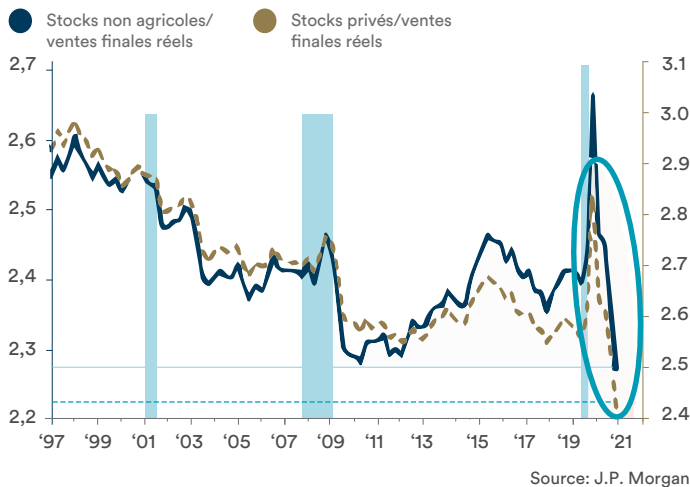
Du point de vue sectoriel, les rendements ont été mitigés, la moitié des secteurs étant en territoire négatif et le reste ayant terminé le troisième trimestre en hausse. Les secteurs cycliques, qui sont fortement tributaires de la reprise économique mondiale et en Chine, ont souffert. La consommation discrétionnaire a également éprouvé des difficultés, Amazon ayant fortement pesé sur le secteur. Les secteurs des services financiers, des soins de santé et de la technologie ont dominé ce trimestre. Les services financiers ont bénéficié d'une majoration des taux d'intérêt vers la fin du trimestre. Les titres axés sur la croissance ont généré un meilleur rendement que ceux axés sur la valeur en raison des bons résultats des entreprises technologiques.

RÉFLEXION

Les pressions inflationnistes et les perturbations de la chaîne d'approvisionnement qui contraignent la croissance sont bien réelles. Ces enjeux nuiront à court terme à l'économie et aux bénéfices des entreprises, mais il ne faut pas perdre de vue le portrait d'ensemble. Les entreprises et les consommateurs demeurent bien actifs. Les transferts gouvernementaux et les dépenses moindres pour des services pendant la pandémie ont permis aux ménages d'accumuler plus de 2 billions de dollars d'économies excédentaires. Cela représente environ 15 % de la consommation annuelle.

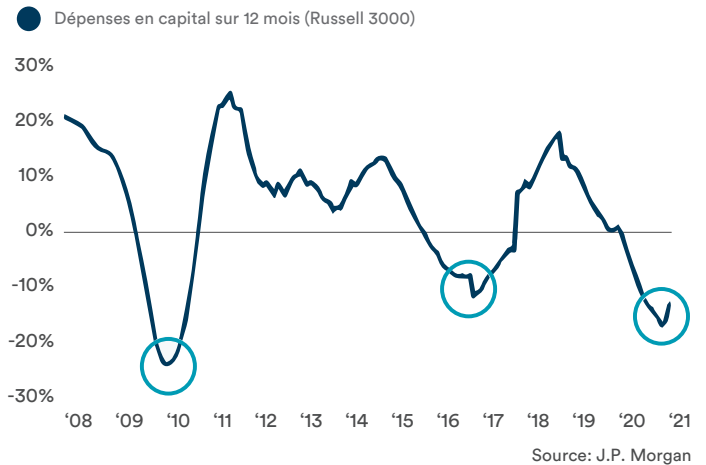
Compte tenu de la forte demande refoulée, surtout dans certains domaines, nous nous attendons à ce que ces économies soient dépensées, du moins en partie, au cours des 12 à 18 prochains mois. Les salaires progressent également, ce qui devrait renforcer la confiance des consommateurs et donner de l'élan aux dépenses. Pour leur part, les sociétés affichent d'excellents bilans : les soldes de trésorerie frôlent des sommets historiques et la couverture d'intérêt (paiements d'intérêts et intérêts créditeurs) n'a jamais été aussi faible (Graphique 5).

Graphique 5 : Niveaux de stocks proches des plus bas records



Un autre élément explique notre optimisme quant à la reprise économique, soit le niveau actuel des dépenses en capital et des stocks. Ces deux éléments se rapprochent de leurs creux historiques. La pandémie de COVID-19 a beaucoup perturbé et allongé le cycle des stocks. Nous nous attendons toutefois à ce que les entreprises renflouent leurs stocks dès que les goulots d'étranglement dans la chaîne d'approvisionnement seront réglés. Jumelée à l'intention des entreprises d'augmenter leurs dépenses en capital au cours des prochaines années, cette situation devrait alimenter la reprise économique en 2022 et 2023 (Graphique 6).

Graphique 6 : Tendence à la hausse des dépenses CAPEX



À notre avis, les bénéfices pourraient nous réserver d'autres agréables surprises. Au cours des deux premiers trimestres de 2021, les bénéfices annoncés ont été beaucoup plus élevés que prévu, le marché ayant nettement sous-estimé leur redressement. Les récentes données économiques décevantes ont toutefois fait stagner les révisions à la hausse des bénéfices. Les difficultés actuelles étant déjà intégrées aux prévisions, le deuxième semestre de l'année pourrait nous réserver d'autres surprises sur le plan des bénéfices, ce qui devrait avoir un effet positif sur les marchés.

ACTION

Au cours du trimestre, nos actions américaines se sont mieux tirées d'affaire que l'indice, portées par une sélection judicieuse. Nous avons vendu quelques positions, que ce soit parce que notre thèse s'était concrétisée ou qu'il était peu probable qu'elle se concrétise. Les titres de Pfizer, de Cummins, de Newmont, de Verizon et de M&T Bank ont entre autres été liquidés. Nous avons redéployé le capital dans plusieurs entreprises de grande qualité qui se négociaient à des valorisations attrayantes et offraient un rapport risque-rendement intéressant.

Au cours du trimestre, nous avons acheté des actions de Mastercard, de UnitedHealth, de John Deere et d'Amazon. Nous sommes d'avis que la croissance des revenus et des bénéfices de ces sociétés se poursuivra, mais le marché n'en tient pas encore compte dans les prix. Amazon mérite une mention spéciale, car il s'agit d'un titre qui ne nous intéressait guère par le passé, surtout en raison de sa valorisation. La pandémie a toutefois accentué la demande pour les produits de

l'entreprise (commerce électronique et infonuagique). Cette plus forte demande, que nous jugeons durable, a fait croître les bénéfices, mais le cours de l'action a fait du sur-place au cours de la dernière année, ce qui nous a permis d'investir dans cette entreprise de grande qualité à un prix intéressant. Nous avons également ajouté les titres de Dollar Tree et de Wells Fargo, des entreprises en redressement qui offrent selon nous un net potentiel de hausse si les équipes de gestion exécutent bien la stratégie en cours.

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. Même s'il est vrai que différents facteurs fonctionnent dans différentes périodes, nous croyons qu'acheter des titres d'entreprises fondamentalement solides à des prix avantageux en vue de les détenir à long terme générera un rendement supérieur.

Marchés Internationaux



OBSERVATION

Les derniers mois ont été très mouvementés en Chine. La dégringolade d'Evergrande, l'un des plus importants promoteurs immobiliers au pays, est l'un des événements marquants. Souffrant d'un manque de liquidités, Evergrande a récemment annoncé son incapacité de payer les intérêts sur ses obligations en dollars américains venant à échéance en septembre.

Evergrande est la société la plus endettée du monde, et son incapacité à rembourser ses dettes avait aussi fait surface en 2020. La dette nette de la société s'élève à 64 milliards de dollars. Puisqu'Evergrande a aussi des comptes créditeurs d'une valeur de 148 milliards de dollars, d'autres entreprises chinoises pourraient être affectées.

Les problèmes actuels de l'entreprise ont été exacerbés par les « trois lignes rouges » annoncées par l'État chinois dans le secteur immobilier. Ces nouvelles règles de financement s'appliquent aux entreprises qui veulent refinancer ou augmenter leur dette. Comme Evergrande contrevient à toutes les lignes rouges, elle ne peut plus souscrire d'emprunt. Alors pour générer de l'argent, elle a tenté de brader certains actifs et biens immobiliers.

En raison de l'endettement élevé d'Evergrande et de ses difficultés à mobiliser des fonds, le marché a caractérisé l'effondrement possible de ce géant de « moment Lehman » susceptible de précipiter un repli financier général.

Le secteur du jeu de Macao a aussi récemment fait les manchettes. Le gouvernement a publié un document de consultation en vue de promulguer une nouvelle loi sur le jeu. La dernière loi, qui date de 2001, doit être mise à jour en raison des changements importants survenus à Macao au cours des 20 dernières années.

Le document énonce neuf points, dont les suivants sont particulièrement intéressants :

1. Les dividendes devront être approuvés par le gouvernement.
2. Le gouvernement surveillera les activités courantes.
3. Les impôts seront majorés.



Ric Palombi, CFA

Directeur de la recherche,
Actions internationales

RÉFLEXION

L'expérience nous a appris que les « moments Lehman » font rarement, voire jamais, la une des journaux à l'avance. Evergrande est maintenant dans la mire de tous les décideurs chinois. La banque centrale a injecté des liquidités dans le système bancaire à plusieurs reprises, et même si les autorités ont déclaré qu'elles ne viendraient pas en aide à Evergrande, elles ont demandé aux promoteurs immobiliers appuyés par l'État de faire preuve de diligence raisonnable à l'égard de certains actifs en vue de leur achat potentiel.

Si les organismes de réglementation sont inquiets et que le problème fait les manchettes, le marché en tient déjà compte. Nous sommes donc moins préoccupés par une crise financière que soucieux de comprendre les répercussions possibles.

Nous ne détenons pas de titre d'Evergrande, mais nous nous efforçons de comprendre l'incidence des problèmes de cette entreprise sur nos placements dans deux banques chinoises (ICBC et CCB). Ces banques ont consenti des prêts à Evergrande, mais elles n'ont pas divulgué les montants en jeu. Nous avons par conséquent recueilli des données pour déterminer l'exposition des banques à leurs plus gros clients.

Parmi ses 10 clients les plus importants, ICBC n'a aucun client du secteur immobilier. Le deuxième client en importance de la CCB exerce ses activités dans ce secteur. En creusant un peu plus, nous avons appris que le prêt s'élève 38,4 milliards de renminbis. Mais nous savons aussi que la CCB a des provisions pour pertes sur prêts de 615 milliards de renminbis, un montant amplement suffisant pour couvrir ce prêt même s'il devait atteindre zéro, ce qui est rarement le cas des prêts immobiliers.

Le marché craignant un effet domino, nous avons vérifié l'exposition des banques aux prêts immobiliers. Les prêts immobiliers non productifs des deux banques (2,96 % pour ICBC et 2,03 % pour CCB) sont conformes à la moyenne des prêts aux entreprises (2,46 % pour ICBC et 2,49 % pour CCB). Les banques disposent de réserves suffisantes pour couvrir des pertes substantielles, et comme la plupart de ces prêts sont garantis (vendus à d'autres parties), les pertes devraient demeurer relativement faibles.

En fin de compte, nous croyons que l'exposition des banques faisant partie de notre portefeuille est faible et raisonnable.

Pour ce qui est de Macao, les craintes du marché sont à notre avis exagérées. L'État se concentre sur le bien-être des employés et surtout sur les investissements, afin que l'industrie continue de générer des emplois et de contribuer à la stabilité financière de Macao.

1. Le gouvernement n'interdira pas les dividendes, mais il s'attend à ce que les entreprises soient raisonnables pour bien résister aux crises et qu'elles réinvestissent dans la collectivité.
2. Le gouvernement surveille déjà les activités courantes, surtout dans les salles de comptage. Une surveillance accrue se fera probablement par l'entremise d'un conseil d'administration, ce qui n'est pas inhabituel en Chine.
3. Comme le document de consultation n'évoque pas une hausse de l'impôt, cette possibilité n'est pas envisagée. Nous ne sommes donc pas inquiets à cet égard.

Dans ce contexte, Galaxy est à notre avis la société la mieux placée. Comme c'est une entreprise chinoise, sa concession ne pose pas de problème. Ses propriétaires entretiennent de bonnes relations avec le gouvernement, et ses produits sont parmi les meilleurs offerts à Macao.

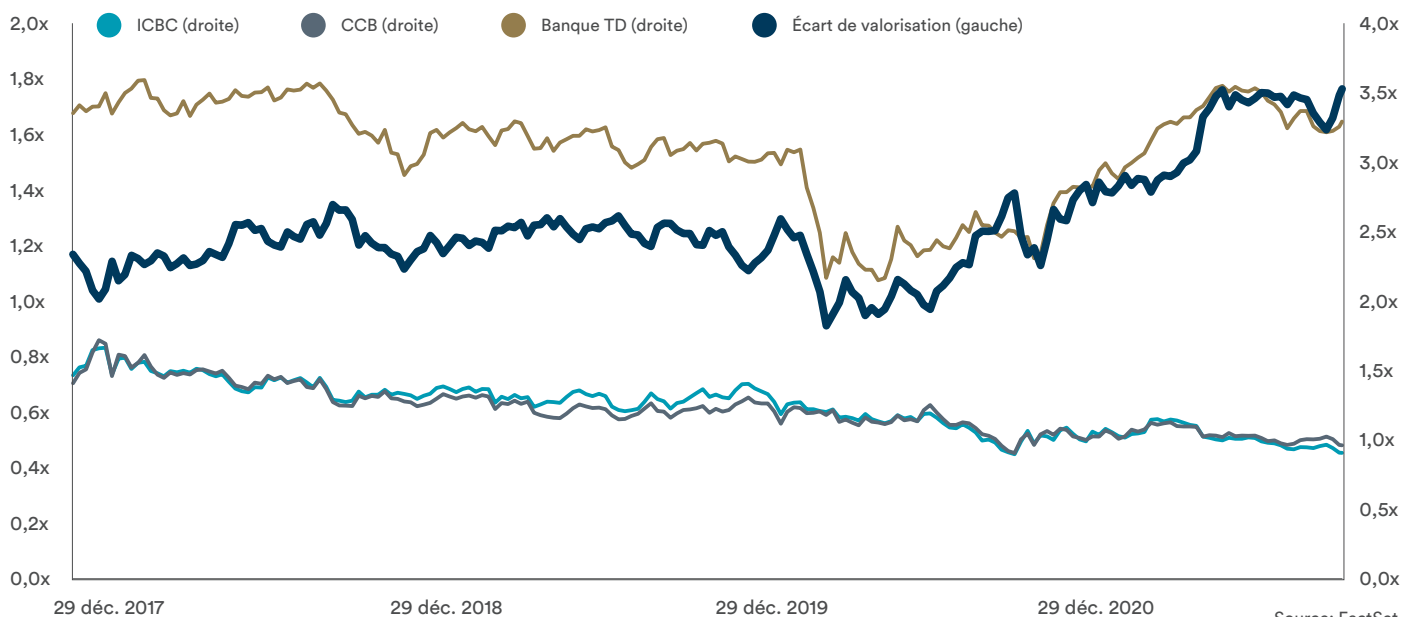
Les bénéfices actuels de Galaxy ne représentent qu'environ le cinquième de ce qu'ils étaient avant la COVID-19. À mesure que la pandémie se résorbera, nous croyons que la plupart des restrictions seront levées et que les revenus se redresseront. Un projet d'envergure sera également lancé en 2022, en plus de deux autres possibilités de développement.

ACTION

Les banques chinoises ont reculé en raison de la débâcle d'Evergrande. Le graphique 6 compare le ratio cours/valeur comptable des banques ICBC et CCB à celui d'une banque canadienne (TD). Les titres de la TD se négocient à deux fois le ratio cours/valeur comptable des banques chinoises, un énorme écart que nous avons exploité en augmentant la pondération de ces deux titres.

Nous avons également profité de la volatilité du titre de Galaxy pour augmenter également ce placement.

Graphique 7: Divergence importante dans les évaluations des banques



Source: 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

