

Stratégie d'actions à rendement élevé

Commentaire de février 2018

Rapide et dangereux

Le retour de la volatilité en février a été à la fois rapide et dangereux au cours d'un mois bourré d'action pour les marchés des capitaux mondiaux. La première correction réelle des marchés boursiers depuis le début de 2016 a été causée par la forte hausse largement inattendue des taux d'intérêt à long terme, mais a pris rapidement de la vitesse alors que la volatilité était en hausse, entraînant l'implosion de plusieurs produits de détail de « l'indice VIX à court terme ». Il y a eu une sorte de sentiment de « crash éclair » par rapport aux deux grandes baisses quotidiennes (les deux jours ont été marqués par une baisse de plus de 4 % des indices boursiers généraux) qui se sont manifestées sur une période d'une semaine, mais comme cela a été le cas au cours des dernières années, les marchés ont fortement rebondi et récupéré les pertes très rapidement.

Alors que la flambée de volatilité en février était certainement extrême (l'indice VIX est passé d'environ 13 à plus de 37 en quelques jours seulement au début du mois), la fourchette actuelle de 15 à 20 pour le VIX semble à peu près « normale ». Nous jugeons le contexte de 2017 de moins de 12 sur le VIX (et même inférieur à 10 pour une période prolongée) comme étant l'anomalie, étant donné que la moyenne de l'indice VIX à long terme est d'environ 15. Nous pensons également qu'avec la normalisation des taux, les fonds de pension mondiaux et les grands fonds systématiques n'ont plus autant besoin de stratégies de portage à faible risque. Ces fonds peuvent maintenant investir dans des trésoreries à court terme à rendement plus élevé plutôt que de prendre plus de risques en vendant de l'assurance sur les marchés (miser contre la volatilité).

En ce qui concerne le mois actuel, le S&P 500 a reculé de 3,7 % tandis que le TSX s'en sortait légèrement mieux, en baisse de 3 %. Le dollar américain a connu une forte remontée, en hausse de 4,4 % en février, ce qui a largement compensé la baisse mensuelle de l'indice S&P 500 pour un investisseur canadien tant qu'il n'était pas couvert par son exposition au dollar américain. Nos fonds libellés en dollars canadiens sont toujours couverts au moins partiellement contre notre exposition au dollar américain, ce qui permet de limiter les pertes dans les périodes où le dollar américain est en baisse par rapport au dollar canadien, et ces dernières semaines n'ont pas été différentes. Bien que nous ayons une certaine exposition au dollar américain, nous l'avons limité à environ 10 % de notre fonds en raison de nos limites de risque (par opposition à notre indice de référence 50/50 S&P 500 / TSX qui est à 50 % en position acheteur du dollar américain). En février, notre indice de référence a baissé de 1,2 %, mais aurait baissé de 3,4 % sans l'apport du dollar américain plus fort. Nos fonds ont très bien performé durant le test de tension des deux importantes baisses quotidiennes et, dans l'ensemble, nous avons été très satisfaits de la performance de notre stratégie de couverture au cours de cette période. Notre performance globale accusait un retard sur le mois, mais restait meilleure que notre indice de référence une fois l'impact de notre couverture de change pris en considération.

Nos spécialistes en investissement



John Wilson, MBA

Chef de la direction, Cochef des placements et gestionnaire de portefeuille principal

La hausse du dollar américain a également touché les produits de base alors que le pétrole (WTI en baisse de 4,5 %) et l'or (en baisse de 2 %) ont tous deux reculé en février après un mois de janvier vigoureux. Le rendement des obligations du gouvernement américain sur dix ans a fortement augmenté le mois dernier, passant de 2,70 % à 2,95 % avant de retomber à 2,86 %. Pour donner une idée de l'ampleur de la récente remontée des rendements, le rendement des obligations du gouvernement américain sur dix ans était près de 2 % aussi récemment que lorsque l'école a commencé en septembre dernier.

Perspectives macroéconomiques

Nous estimons depuis plusieurs mois que les attentes sous-estimées de hausse des taux de la Réserve fédérale constituaient le plus grand facteur de risque pour les actions, mais la reconnaissance de ces risques par le marché s'est produite beaucoup plus rapidement que prévu. Les contrats à terme du fonds fédéral sont passés d'une évaluation pour une seule hausse des taux en 2018 en décembre dernier à une évaluation pour quatre hausses au moment d'écrire ces lignes. Au même moment, les anticipations d'inflation sont retombées à 2,15 % et, bien qu'elles soient encore inférieures à la moyenne de 2,6 % de la dernière décennie, elles sont encore bien supérieures aux creux de 2016 (1,4 %). Nous sommes désormais moins préoccupés par le positionnement du marché par rapport aux taux de 2018 compte tenu du récent réajustement des anticipations d'inflation et de la hausse des taux réels. Nous pensons qu'un cap de 2,8 % à 3 % est susceptible d'entraîner la consolidation des marchés des obligations à court terme, ce qui devrait enlever de la pression sur les actions.

Un scénario que nous envisageons à l'approche du printemps (et qui est partiellement couvert par la protection du marché) est la réaccélération probable à court terme de l'inflation sous-jacente en raison de la hausse des prix de l'énergie et des salaires, à un moment où nous prévoyons une décélération des surprises économiques. L'optique autour de cette situation pourrait renforcer les inquiétudes des marchés des obligations concernant les risques d'inflation, ce qui conduirait à des taux plus élevés à un moment où les marchés boursiers observent une décélération des données macro-économiques. Nous pensons que les marchés des titres à revenu fixe reflètent déjà une accélération de l'inflation (compte tenu du seuil de rentabilité actuel du taux d'inflation), ce qui laisse penser que cela pourrait être moins un catalyseur baissier que certains le croient.

L'approche nationaliste (et ridiculement simpliste) des activités commerciales de Trump a toujours été le plus grand risque présenté par son administration à long terme pour les marchés boursiers et l'économie réelle. À notre avis, la seule surprise de son annonce récente concernant les tarifs douaniers sur les importations d'acier et d'aluminium était que quiconque soit surpris qu'il l'ait fait. Une incompréhension totale de la façon dont le commerce fonctionne et l'accent mis sur l'équilibre (ou mieux encore selon Trump, sur la victoire) de chaque relation commerciale bilatérale a été l'emblème de son programme politique depuis les premiers jours de sa course à la présidence. Cela se vend incroyablement bien à ses supporters, ce qui, comme tout le monde doit maintenant le savoir, est à peu près tout ce dont le président se soucie. Le récent départ de Gary Cohn à titre de conseiller économique principal ne fait que pousser davantage l'administration Trump vers la promotion des conflits commerciaux comme élément central de son programme de politique étrangère. Nous prévoyons des menaces de représailles de la part des principaux partenaires commerciaux des États-Unis, notamment de la part du Canada, de l'UE et de la Chine au cours des prochaines semaines, les trois attendant probablement de voir si les États-Unis iront de l'avant avec la menace de ces tarifs douaniers avant d'établir leurs propres tarifs douaniers. Les entreprises américaines et canadiennes dont les chaînes d'approvisionnement dépendent énormément de

l'ALENA semblent trop risquées pour nous dans le contexte actuel. Cela dit, les conflits commerciaux prennent des années à se concrétiser et nous prévoyons donc que les tensions commerciales croissantes augmenteront les primes de risque sur les actions, ce qui réduira vraisemblablement les hausses de ce qui semble être de fortes perspectives de bénéfices pour les entreprises en 2018.

Carte de pointage des bénéfices du premier trimestre

La saison de publication des résultats du premier trimestre a été très solide pour le S&P 500, avec une croissance du chiffre d'affaires et du BPA de 7,5 et 14 % respectivement. Alors que le premier trimestre a enregistré une solide performance à presque tout point de vue, les marchés se concentrent davantage sur les prévisions pour 2018 et surtout sur les avantages de la réforme fiscale pour la croissance du BPA cette année et par la suite. C'était l'une des principales zones d'incertitude que nous avons décrites dans notre commentaire de décembre. Notre analyse des transcriptions de résultats trimestriels ainsi que les recherches de tiers suggère qu'environ 30 % des économies d'impôt seront réinvestis dans le capital et la main-d'oeuvre. Nous avons consulté des statistiques qui suggèrent qu'environ la moitié des entreprises du S&P 500 ont mentionné une sorte de programme de réinvestissement dans leurs appels sur les résultats du premier trimestre. Les investissements en capital sont les plus discutés (bon pour la croissance du PIB), mais les risques de concurrence ont été également quelque peu discutés. À titre d'exemple, nous surveillons le langage concurrentiel négatif de plusieurs banques américaines à forte capitalisation au cours de la saison de publications des résultats. Alors que nous prévoyions que les banques effectueraient des investissements considérables dans les TI cette année grâce aux économies de réforme fiscale (une partie de notre thèse à court terme sur la dynamique des revenus de Fiserv), nous devons aussi considérer la possibilité que la concurrence absorbe plus de bénéfices fiscaux que nous ne l'avions cru au départ. Nous nous en doutions un peu et nous étions toujours en mesure d'obtenir les mesures de rendements croissants sur le capital pour les grandes banques qui ont soutenu notre thèse d'évaluation de base. À ce stade, nous surveillons la situation, mais nous ne croyons pas qu'elle l'emportera sur les nombreuses considérations haussières pour 2018 et nous continuons d'être positivement exposés aux états financiers américains.

À mesure que nous irons de l'avant, nous pensons que les investisseurs se concentreront moins sur la croissance du BPA d'une année à l'autre, qui est faussée par les gains actuels de la réforme fiscale, et plus sur la performance de facteurs tels que la croissance des revenus et le bénéfice avant impôt pour évaluer la robustesse sous-jacente des entreprises par rapport aux attentes. Nous pensons que les entreprises et les secteurs qui ne parviendront pas à maintenir l'amélioration des marges ou l'essor des revenus seront traités avec une nouvelle compression multiple du ratio C/B à ce stade du cycle, augmentant ainsi les risques de « se tromper ». À l'approche de l'été, ce cap deviendra de plus en plus prioritaire, étant donné que les prévisions de bénéfices des analystes pour 2019 se maintiendront à un rythme soutenu de 9 %. Si les données de base manquent dans le second semestre, cela impliquerait qu'il y a une baisse par rapport aux estimations des bénéfices de 2019 qui ne profitent pas de gains fiscaux supplémentaires pour combler l'écart. Il ne s'agit pas de notre cas de base, mais c'est quelque chose à envisager. Nous notons également que « l'ampleur du marché » devrait commencer à se rétrécir à mesure que nous avançons dans les dernières étapes de ce cycle. En effet, la dernière reprise a vu moins de la moitié des entreprises du S&P 500 revenir au-dessus de leurs moyennes mobiles de 50 jours.

Dans l'ensemble, le retour de la volatilité a modestement augmenté le coût de notre programme de couverture par rapport à l'année dernière, mais pas beaucoup plus que notre moyenne historique. En contrepartie, une plus grande volatilité permet également une plus grande variété d'opérations

sur options que nous pouvons utiliser pour améliorer le profil « risque-récompense » de nos positions en actions. En fin de compte, nous sommes heureux de la configuration actuelle du marché et avons généralement trouvé plus facile au cours des derniers trimestres de gérer le risque et d'être payé pour la valeur.

En attendant le mois prochain,

Équipe des actions à rendement élevé

¹ Tous les rendements et les renseignements sur le Fonds : a) reposent sur les parts de catégorie ou de série A; b) sont nets de frais; c) sont annualisés si la période est supérieure à un an; d) sont en date du 29 décembre 2017 février 28, 2018; e) la date de création de la Catégorie d'actions améliorées Ninepoint est le 16 avril 2012.

² L'indice est composé à 50 % de l'indice S&P/TSX Composite TRI et 50 % de l'indice S&P 500 TRI (dollars canadiens) et est calculé par Ninepoint Partners LP selon les renseignements sur les indices publiquement accessibles.

De façon générale, le Fonds est sujet aux risques suivants. Consultez le prospectus du Fonds pour obtenir une description de ces risques : risque d'épuisement de capital (titres des séries T et FT seulement); risque de gain de capital; risque relatif à la catégorie; risque lié aux produits de base; risque de concentration; risque de crédit; risque de change; risque lié aux produits dérivés; risque relatif aux fonds indiciels négociables en bourse; risque touchant les investissements étrangers; risque lié à l'inflation; risque lié aux taux d'intérêt; risque du marché; risque de nature réglementaire; risque lié aux opérations de prêt, de rachat et de rachat à rebours; risque relatif à la série; risque de vente à découvert; risque fiscal.

Ninepoint Partners LP est le gestionnaire de placement des Fonds Sprott (collectivement, les « Fonds »). Un placement dans un fonds commun de placement peut donner lieu à des commissions, des commissions de suivi, des frais de gestion, des frais liés au rendement (le cas échéant) ainsi qu'à d'autres frais et dépenses. Veuillez lire attentivement le prospectus avant d'investir. Le taux de rendement indiqué pour les parts de série A du Fonds pour la période se terminant le février 28, 2018 est basé sur le taux de rendement total composé annuel historique et inclut les changements de valeur des parts et le réinvestissement des dividendes distribués. Il ne tient cependant pas compte des ventes, des rachats, des distributions ou des charges facultatives ni des impôts sur le revenu payables par tout détenteur de part, qui pourraient avoir réduit le rendement. Les fonds communs de placement ne sont pas garantis, leur valeur fluctue souvent et les rendements passés ne se reproduisent pas nécessairement. L'information contenue dans la présente communication ne constitue pas une offre ni une sollicitation par toute personne résidant aux États-Unis ou dans tout ressort où une telle offre ou sollicitation n'est pas autorisée ou à toute personne qu'il est illégal de solliciter ou à qui il est illégal de faire une telle offre. Les investisseurs éventuels qui ne résident pas au Canada doivent s'adresser à leur conseiller en placement pour déterminer si les titres du Fonds peuvent être légalement vendus dans leur ressort.

Les opinions, les estimations et les prévisions (« l'information ») contenues dans la présente étude sont uniquement celles de Ninepoint Partners LP et sont modifiables sans préavis. Ninepoint Partners fait tous les efforts pour assurer que l'information est tirée de sources considérées fiables et exactes. Cependant, Ninepoint Partners n'assume aucune responsabilité quant aux pertes ou dommages directs ou indirects quelconques pouvant résulter de l'utilisation de cette information. Ninepoint Partners n'a aucune obligation de mettre à jour ou de maintenir à jour l'information contenue dans le présent document. Les destinataires ne doivent pas substituer l'information à leur propre jugement. Veuillez consulter votre conseiller professionnel relativement à votre situation particulière. Les opinions concernant une entreprise, un titre, un secteur ou un marché en particulier ne doivent pas être considérées comme une indication aux fins de négociation des fonds d'investissement gérés par Ninepoint Partners LP. Toute mention d'une entreprise particulière est faite uniquement à titre informatif, ne doit pas être considérée comme un conseil en matière de placement ou une

recommandation d'achat ou de vente ni comme une indication de la façon qu'investissent ou investiront les portefeuilles des fonds d'investissement gérés par Ninepoint Partners LP. Ninepoint Partners LP ou ses sociétés affiliées peuvent être propriétaires bénéficiaires ou contrôler à titre bénéficiaire 1 % ou plus de n'importe quelle catégorie de titres de capitaux propres des émetteurs mentionnés dans la présente étude. Ninepoint Partners LP ou ses sociétés affiliées peuvent détenir une position vendeur de n'importe quelle catégorie de titres de capitaux propres des émetteurs mentionnés dans la présente étude. Au cours des précédents douze mois, Ninepoint Partners LP ou ses sociétés affiliées peuvent avoir reçu des émetteurs mentionnés dans la présente étude une rémunération pour d'autres raisons que les services normaux de conseils en matière de placement ou d'exécution d'opérations.

Ninepoint Partners LP Au numéro sans frais : 1 866 299-9906 SERVICES AUX COURTIER : CIBC Mellon GSSC Record Keeping Services: sans frais : 1.877.358.0540