T1 2022 | L'EUROPE DE L'EST ET LA *FED* AU DEVANT DE LA SCÈNE

CONTEXTE D'INVESTISSEMENT

- La *Fed* est en retard sur la courbe, mais le cycle de hausse est maintenant enclenché et la politique future doit gérer à la fois les risques d'inflation élevée et ceux liés à la croissance.

MARCHÉS BOURSIERS

- Un écueil géopolitique pousse les produits de base à la hausse mais refroidit les attentes en matière de croissance. Les indices axés sur les ressources retiennent l'attention.

MARCHÉS DES TITRES À REVENU FIXE

- Une rhétorique ferme suppose que la normalisation des politiques se poursuivra à un rythme rapide. Une forte hausse des taux d'intérêt a nui aux obligations au cours du trimestre.

CONTEXTE D'INVESTISSEMENT | UNE PÉRIODE DE RISQUES ET D'OCCASIONS

Le premier trimestre a été une période tumultueuse pour les marchés financiers. Au début de l'année, nous avions émis l'hypothèse que le début d'un cycle de hausse des taux pourrait entraîner de la volatilité, bien que des événements géopolitiques imprévus aient amplifié l'incidence prévue.

L'invasion de l'Ukraine par la Russie est une situation tragique qui a des répercussions humanitaires et économiques qui s'étendent bien au-delà des frontières respectives de ces pays. Bien que le PIB combiné de ces pays soit relativement faible dans un contexte mondial, son incidence sur plusieurs marchés de marchandises est beaucoup plus importante et contribue à une inflation déjà élevée. L'énergie a retenu le plus l'attention, car l'Europe reste trop dépendante des importations russes et l'assurance de cet approvisionnement a rapidement été remise en question. Cette situation a stimulé l'initiative REPowerEU, qui vise à accélérer la montée en puissance des énergies renouvelables ainsi que la transition vers d'autres sources de gaz naturel (principalement les importations de gaz naturel liquéfié [GNL]).

Il y a des limites à projeter la sagesse de négociation conventionnelle sur un dirigeant autocratique, même si nous continuons à supposer qu'une issue mutuellement acceptable pour la Russie et l'Ukraine sera atteinte. Le moment n'est pas connu, bien qu'un manque de progrès militaires, des sanctions sévères et une Europe et une OTAN plus unifiées plaident à l'encontre d'un conflit prolongé. L'allongement du délai de résolution de ces problèmes représente le plus grand risque pour nos perspectives et rehausserait le risque de récession, l'Europe étant la région la plus vulnérable.

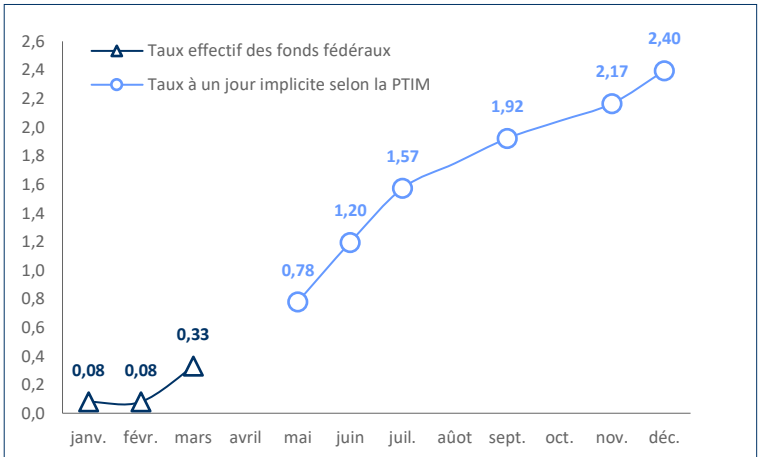
Il était attendu que la Réserve fédérale américaine (la *Fed*) amorce un processus de hausse des taux cette année, le relèvement ayant eu lieu à la réunion de mars. **L'engagement plus ferme des représentants de la Fed à contrôler une série de données élevées en matière d'inflation a incité le marché à prévoir huit autres hausses de taux pour l'année à la fin du trimestre (figure 1).** Les données futures sur l'inflation et les préoccupations liées à la croissance qui pourraient découler de la guerre en Ukraine seront des domaines d'intérêt clés qui influeront sur les politiques, bien que d'autres hausses au cours des réunions du début de l'été soient inévitables.

Les incidences les plus graves du variant Omicron semblent être derrière nous dans une grande partie des Amériques et de l'Europe, bien que certaines régions de l'Asie continuent d'éprouver des difficultés. Plus particulièrement, la Chine a maintenu une politique COVID zéro qui a entraîné des confinements sévères mais localisés qui pourraient avoir un effet sur les chaînes d'approvisionnement s'ils devaient devenir plus généralisés.

Avec les défis actuels qui font les manchettes, les facteurs qui soutiennent l'expansion mondiale, notamment l'atténuation générale des répercussions de la COVID, le soutien des politiques gouvernementales et la solidité des bilans des consommateurs, passent quelque peu sous le radar. **Malgré l'inflation qui pèse sur la confiance, les consommateurs demeurent un point positif, les ménages étant en bonne position pour faire face à la hausse des prix étant donné les économies excédentaires générées pendant la pandémie et les marchés du travail favorables (figure 2).** Nous nous attendons à ce que le secteur des services soit le plus grand bénéficiaire de la demande comprimée, compte tenu d'une reprise encore naissante par rapport aux dépenses en biens de consommation, qui ont été stimulées par la pandémie.

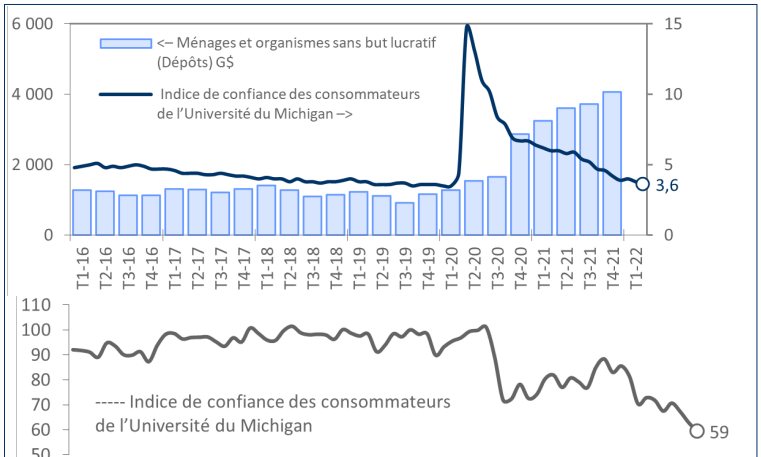
Le conflit en Ukraine, les pressions inflationnistes et la politique dynamique de la banque centrale ont freiné les attentes en matière de croissance, mais un marché du travail robuste et des taux d'épargne élevés devraient permettre aux consommateurs de faire fi de ces facteurs défavorables à court terme. De plus, les sociétés continuent de générer des niveaux élevés de flux de trésorerie disponibles et d'afficher des bilans très sains, ce qui les place en bonne position pour relever ces défis.

FIGURE 1 : LE CYCLE DE HAUSSE DE LA FED EST ENTAMÉ



Source : Bloomberg | Données au 31 mars 2022

FIGURE 2 : LES CONSOMMATEURS AMÉRICAINS SONT OUTILLÉS



Source : Bloomberg | Les données les plus récentes pour les dépôts sont en date de décembre 2021 et toutes les autres en date de mars 2022.

Rendements des indices boursiers		
	T122 ($ CA)	T122 ($ US)
Mondiaux (nets)	-6,2 %	-5,2 %
Canadiens	+3,8 %	
Petites capitalisations au Canada	+8,8 %	

Au cours du trimestre, le rendement des marchés boursiers a subi l'incidence d'une plus grande incertitude macroéconomique, ce qui a entraîné une volatilité accrue, encore plus prononcée à l'échelle sectorielle et géographique. Une hausse de l'inflation et des commentaires plus fermes de la part de la Fed ont entraîné une hausse des attentes en matière de taux d'intérêt, et l'éclatement de la guerre en Ukraine a perturbé les marchés des produits de base et réduit les projections de croissance. Ce contexte a été favorable aux secteurs des produits de base et aux secteurs refuges et a entraîné une rotation des titres de croissance et des sociétés exposées aux vents contraires inflationnistes.

CADRE DE BIM SUR LES ACTIONS

La hausse des taux d'intérêt conjuguée à l'invasion de l'Ukraine par la Russie a entraîné une correction des marchés boursiers au cours du trimestre. Comme dans les situations antérieures de craintes quant à la croissance, les actions ont d'abord été liquidées pendant le sommet de l'incertitude et se sont redressées à mesure que la situation devenait plus claire (figure 3). Comme il est décrit en détail à la rubrique « Contexte d'investissement » du présent rapport, nous croyons que conflit se résoudra, bien qu'à un moment qui demeure incertain. À la fin du trimestre, les marchés étaient passés outre les prix de certains des scénarios les plus extrêmes, mais ils resteront sensibles aux manchettes concernant l'Europe de l'Est.

Les évolutions géopolitiques ont assombri les prévisions de croissance mondiale, même s'il convient de noter que les récentes données économiques ont dépassé les attentes modérées tandis que l'inflation continue de surprendre à la hausse (figure 4). Compte tenu du contexte, nous cherchons à atteindre un équilibre entre les portefeuilles des bénéficiaires de l'inflation et ceux de sociétés bien positionnées pour générer une performance supérieure lorsque les conditions se normaliseront. Dans les secteurs des biens de consommation, nous nous concentrons davantage sur la recherche d'idées dans l'économie des services qui cadrent avec notre opinion selon laquelle les dépenses continueront d'afficher une rotation vers des thèmes de réouverture.

MARCHÉS MONDIAUX

La flambée des prix de l'énergie, combinée à l'invasion de l'Ukraine par la Russie, a créé une crise énergétique en Europe. En réponse à cet événement, l'UE a annoncé une proposition appelée REPowerEU pour passer de manière radicale aux énergies renouvelables et à l'électrification, et de nombreux autres pays sont devenus plus intéressés par une transition similaire. Pour atteindre ces objectifs, il faudra investir des capitaux considérables au cours des 10 prochaines années et par la suite. Nos placements dans Schneider Electric et Quanta Services sont bien positionnés à l'égard de ces tendances. Leurs clients chercheront d'autres façons de limiter leur consommation d'électricité et se tourneront vers la production d'énergie solaire, éolienne et gazière, ce qui exigera des mises à niveau importantes de leur réseau électrique.

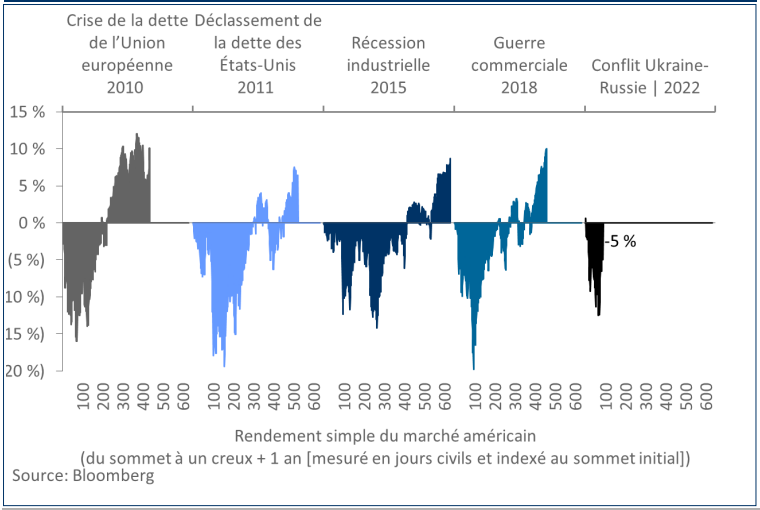
Hors de cette mégatendance, nous continuons de rechercher des sociétés dotées de modèles d'affaires solides dont les marges pourraient subir des pressions à court terme en raison de l'inflation accrue, mais qui ont la capacité, grâce à des mesures d'efficacité et d'établissement des prix, de redresser leurs marges, bien qu'avec un certain retard.

MARCHÉ CANADIEN TOUTES CAPITALISATIONS

Dans notre publication précédente, nous avions noté que le marché canadien avait toujours affiché un bon rendement pendant les périodes d'inflation élevée en raison d'une bonne représentation des actions liées aux produits de base. Ce lien s'est maintenu au cours du trimestre, les indices canadiens surpassant aisément la grande majorité de leurs homologues des marchés développés. Alors que plusieurs produits de base intègrent actuellement une composante de prime géopolitique et pourraient être susceptibles de correction partielle avec une résolution du conflit ukrainien, les incidences du côté de l'offre prendraient du temps à se résorber et favoriseraient encore, dans de nombreux cas, des prix plus élevés qu'avant la guerre en Ukraine. Nous nous attendons à ce que les engrais et l'énergie soient deux de ces cas étant donné l'importance agricole démesurée de la région et la volonté de l'Europe de se sevrer du gaz naturel d'origine russe.

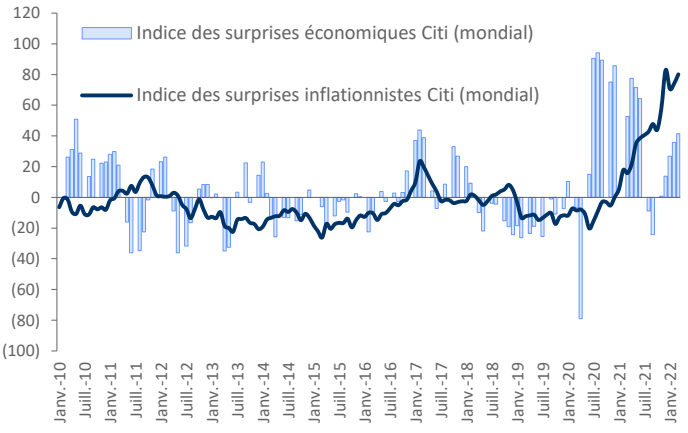
La rotation du marché dans les secteurs des ressources naturelles a présenté des occasions intéressantes dans des entreprises bien placées pour progresser dans le contexte actuel, et possiblement prospérer à mesure que les conditions atteignent un nouvel équilibre. Premium Brands est un transformateur et distributeur d'aliments spécialisés qui peut offrir des produits artisanaux de qualité à grande échelle, qui a de solides antécédents de croissance et qui participe aux marchés de l'alimentation à domicile et hors foyer. L'augmentation des coûts des intrants pose certains défis, même si la majorité des activités sont dotées de mécanismes de transfert efficaces pour en réduire l'incidence. Les sandwicheries automatisées de pointe offrent des économies de main-d'œuvre aux clients de la restauration à service rapide et ne sont qu'un exemple de valeur ajoutée offerte par la société. Une réouverture plus généralisée donnerait un coup de pouce à la demande et permettrait de mieux mettre en valeur les investissements et les initiatives en matière de produits entrepris au cours des dernières années.

FIGURE 3 : L'APRÈS-CRISE FINANCIÈRE SUSCITE DES CRAINTES POUR LA CROISSANCE



Source: Bloomberg

FIGURE 4 : LES SURPRISES À LA HAUSSE EN MATIÈRE D'INFLATION SE POURSUIVENT



Source: Bloomberg

MARCHÉ CANADIEN DES PETITES CAPITALISATIONS

La volatilité accrue de la fin de l'année dernière s'est accélérée au cours du trimestre en raison du risque géopolitique, des perturbations de la chaîne d'approvisionnement et de l'inflation croissante. Les titres les plus performants ont été ceux des produits de base et des valeurs refuges, avec une faiblesse dans d'autres secteurs du marché. Dans ce contexte, l'indice de référence des sociétés à petite capitalisation axées sur les produits de base a affiché des rendements très solides, ce qui s'est avéré plus difficile pour certains producteurs de flux de trésorerie de qualité, qui ont offert des occasions attrayantes d'accroître certains placements à long terme de choix.

Boralex est un producteur d'énergie renouvelable qui possède des actifs en Europe et en Amérique du Nord. Les actions de la société ont été vendues en 2021 à un niveau qui sous-évaluait de beaucoup ses actifs d'infrastructures sous contrat à long terme, ce qui nous a incités à accroître notre position. Cette opération s'est avérée visionnaire, car la société a été en mesure de monétiser une participation minoritaire dans son portefeuille français à des multiples supérieurs à la valeur boursière, ce qui a entraîné une forte réévaluation du titre au cours du trimestre.

De même, Calian Group, un fournisseur de services dans les secteurs des communications, de la défense, des soins de santé et de la technologie, a accusé un retard important malgré une solide exécution pendant la pandémie. Nous pensions que le marché avait qualifié à tort l'entreprise de simple « gagnante de la COVID », car il avait exercé une pression sur le titre l'année dernière en faveur de valeurs cycliques. Ayant décelé une valeur fondamentale, nous avons accru la position; les actions se sont fortement redressées au cours du trimestre, la croissance ayant continué de surclasser le marché et les dépenses liées à la défense ayant ravivé la confiance.

PLEINS FEUX SUR LA THÈSE DE BIM CONCERNANT LES ACTIONS

Les marchés boursiers peuvent mal évaluer les titres de manière fondamentale lorsque trop de participants se concentrent à courte vue sur des difficultés temporaires ou sur des lacunes potentielles quant aux résultats trimestriels. Le Groupe Intertape Polymer en est un exemple : celui-ci a annoncé, au début de mars, une vente à Clearlake Capital Group moyennant une prime de plus de 80 % par rapport au cours de clôture du jour précédent.

Intertape est l'un des principaux fournisseurs de plastiques et d'emballages spécialisés en Amérique du Nord, au service d'un ensemble diversifié de marchés finaux. Sa position dominante dans les rubans activés par l'eau permet une exposition croissante aux tendances séculaires du commerce électronique, tout en bonifiant les marges. Nous avons jugé que l'évaluation boursière ne reflétait pas ses perspectives de croissance prometteuses et sa capacité différenciée de refiler rapidement à ses clients la hausse des coûts des intrants en raison de la forte demande pour ses produits. En raison de leur orientation à court terme, des marchés boursiers n'étaient pas disposés à reconnaître les améliorations opérationnelles mises en œuvre par la société sur plusieurs années, ainsi que l'amélioration de la structure de son capital et de son profil de flux de trésorerie disponibles.

De plus, les récentes acquisitions de capacités d'automatisation et d'équipement de conditionnement de papier durable ont fait progresser la stratégie de la société visant à intégrer les processus de production des clients, ce qui fait d'elle un fournisseur essentiel pour des années à venir. Le moment d'une prise de contrôle est souvent imprévisible, même si de solides modèles d'entreprise liés à des thèmes de croissance à long terme sont susceptibles d'attirer l'intérêt du capital-investissement si l'évaluation incorrecte dure trop longtemps.

MARCHÉS DES TITRES À REVENU FIXE | L'AUGMENTATION RAPIDE DES TAUX MALMÈNE LES OBLIGATIONS

Rendements de l'indice des titres à revenu fixe	
	T122
Canadiens	-7,0 %

Dans un contexte d'inflation en rapide augmentation, les taux d'intérêt canadiens ont augmenté de 105 points de base au cours des trois derniers mois, un record. La Banque du Canada a relevé son taux directeur de 25 points de base à 0,50 % en mars, le marché s'attendant à une hausse supplémentaire de 50 points de base en avril et à d'autres hausses tout au long de l'année.

La montée de l'inflation à l'échelle mondiale incite les banques centrales à relever rapidement les taux d'intérêt pour atténuer la demande et l'inflation. Le taux d'inflation au Canada a atteint 5,7 %, un sommet depuis 1991, époque où les taux d'intérêt étaient aussi beaucoup plus élevés. En plus des hausses de taux d'intérêt, la Banque entamera bientôt un resserrement quantitatif (RQ), qui réduira la masse monétaire et le bilan de la banque centrale. Un RQ exerce également des pressions à la hausse sur les taux d'intérêt à long terme, ce qui contribue à lutter contre l'inflation.

Les taux d'intérêt ayant le plus augmenté sont ceux à court terme, et la courbe de rendement s'est aplatie. Habituellement, une courbe de rendement plate, voire inversée, se produit lorsque le marché est préoccupé par l'économie. Au Canada, le taux d'intérêt à 5 ans de 2,4 % est le même que celui à 30 ans, le taux à 2 ans n'étant inférieur que de 10 points de base (figure 5). Le taux au jour le jour de la Banque s'établissant à 0,5 %, le marché a intégré un cycle complet et rapide de la hausse des taux qui vient tout juste d'être entamée par celle-ci.

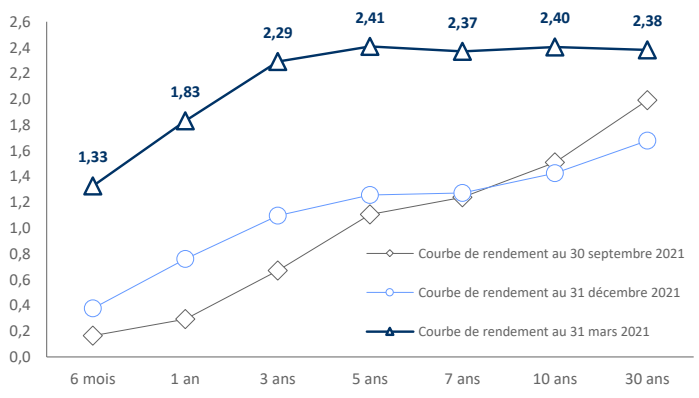
CADRE DE BIM SUR LES TITRES À REVENU FIXE

Bien que la hausse des taux d'intérêt soit avantageuse pour les nouveaux placements à revenu fixe, la valeur des placements existants diminue. En outre, la volatilité extraordinaire des marchés a une incidence négative sur le marché du crédit et entraîne une hausse des écarts de crédit et une baisse des évaluations des obligations provinciales et des obligations de sociétés. Touché par la hausse des taux d'intérêt de 105 points de base et l'élargissement des écarts de crédit de 10 points de base, l'indice des titres à revenu fixe a affiché un rendement négatif de -7 % au cours du trimestre.

Les portefeuilles de titres à revenu fixe sont beaucoup moins sensibles aux fluctuations des taux d'intérêt que l'ensemble du marché, mais la surpondération en titres de créance a nui au rendement. Nous demeurons optimistes quant aux paramètres fondamentaux des sociétés dans lesquelles nous investissons et à l'économie en général. Aucune obligation de société ni aucune émission du gouvernement canadien dans laquelle nous avons investi ne risque d'accuser un retard de paiement, mais le marché a évalué le cours de leurs obligations à la baisse.

Les obligations de sociétés à court terme, dont le risque de marché est le moins élevé, ont affiché le meilleur rendement, soit -1,5 %, et les obligations d'État à long terme ont affiché un rendement inférieur, soit -17 %, au cours des trois derniers mois. Au cours du trimestre, nous avons apporté des ajustements afin de réduire la duration et le risque de crédit. Fin mars, le rendement à l'échéance du portefeuille se chiffrait à 3,3 %.

FIGURE 5 : COURBE DE RENDEMENT AU CANADA (%)



Source: Bloomberg

BARRANTAGH
Gestion de placements

100 Yonge Street, Suite 1700
Toronto, Ontario M5C 2W1
(416) 868-6295
www.barrantagh.com

Gestion de placements Barrantagh inc. fournit une gestion de portefeuille disciplinée aux investisseurs institutionnels et individuels. Le cabinet s'engage à offrir un service à la clientèle de haut niveau par l'entremise de ses partenaires expérimentés. Nous nous engageons à préserver le capital de nos clients tout en générant de la croissance grâce à une application cohérente de notre philosophie d'investissement fondamentale basée sur la qualité et la valeur. Nous gérons les portefeuilles séparément pour répondre aux objectifs de placement de nos clients. Comme le cabinet appartient à ses professionnels, il reste toujours indépendant et objectif.

Pour de plus amples renseignements : Gestion de placements Barrantagh inc. (416) 868-6295

Copyright 2022 © Gestion de placements Barrantagh inc. *Tous droits réservés. La reproduction partielle des présents commentaires est autorisée, à condition que la source soit mentionnée. Veuillez nous informer à info@barrantagh.com de toute reproduction.*