

T2 2022 | UN SENTIMENT DE PESSIMISME QUANT À LA CROISSANCE MONDIALE

CONTEXTE D'INVESTISSEMENT

- Un ralentissement de la croissance en milieu de cycle est imminent. L'évolution de l'inflation, de la géopolitique et du sentiment des consommateurs déterminera la voie à suivre à partir d'ici.

MARCHÉS BOURSIERS

- Les replis sont douloureux, mais ils précèdent les rebonds. L'humeur des investisseurs est fragile et nous voyons des occasions dans les entreprises qui peuvent s'adapter à un environnement dynamique.

MARCHÉS DES TITRES À REVENU FIXE

- Les marchés obligataires ont tenu compte des hausses agressives des taux d'intérêt. La politique des banques centrales est fortement tributaire des données, ce qui entraîne une volatilité supérieure à la normale.

CONTEXTE D'INVESTISSEMENT | RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE EN MILIEU DE CYCLE

L'absence de développements positifs au cours du trimestre, concernant le conflit en Europe de l'Est, les chiffres élevés de l'inflation et la politique agressive de la banque centrale, ont placé les marchés en mode de surveillance de récession.

Le début d'un cycle de hausse des taux d'intérêt de la banque centrale a été bien accueilli au début de l'année, bien que les attentes concernant le rythme de l'activité aient continué de s'accroître en réponse aux données économiques et aux communications officielles de la Réserve fédérale américaine (la Fed). Des chiffres d'inflation constamment élevés associés à des données d'enquêtes menées auprès des consommateurs ont poussé la Fed à relever ses taux de 75 points de base en juin et à signaler des hausses importantes à venir dans le but de maintenir les attentes inflationnistes à long terme à des niveaux confortables. **Bien que la possibilité d'un pic d'inflation à court terme ait été repoussée d'un certain nombre de mois, les marchés obligataires tiennent compte de niveaux d'inflation futurs beaucoup plus acceptables dans les deux et cinq années suivant les pics de mars et, plus récemment, au début de juin (figure 1).** Les marchés semblent satisfaits de l'engagement de la Fed à maîtriser l'inflation, bien que la mesure dans laquelle leurs actions auront une incidence sur la croissance reste une source d'incertitude majeure.

Les marchés des matières premières continuent d'être influencés par la guerre en Ukraine, bien que les effets en dehors du secteur de l'énergie semblent s'atténuer dans une certaine mesure. Les efforts visant à relancer les exportations de céréales de la région dépendent de plusieurs parties et pourraient inclure une reprise partielle du transport par la mer Noire, des itinéraires maritimes de rechange ou des voies ferrées directes. Chaque solution potentielle comporte des défis et des niveaux d'expédition normalisés sont improbables à court terme, mais tout dialogue au sujet de ces solutions est une première étape positive. Le gaz naturel reste un problème énergétique aigu, l'Europe accélérant les plans d'augmentation des infrastructures d'importation flottantes et permanentes, tout en prenant

rapidement en charge les cargaisons de GNL (gaz naturel liquéfié) de la côte américaine du golfe du Mexique. Le Canada est en pourparlers actifs avec l'Allemagne pour des exportations potentielles de GNL par la côte Est, bien que les délais du projet ne soulagent en rien la préoccupation la plus pressante de l'Europe concernant ses stocks pour cet hiver, étant donné la dépendance continue sur les importations russes par pipeline. Le report général du complexe des matières premières lié aux préoccupations sur la croissance pourrait offrir aux banques centrales une flexibilité supplémentaire pour organiser un atterrissage en douceur, bien que des années de sous-investissement chronique dans la nouvelle offre pourraient limiter la baisse des prix.

La politique zéro COVID de la Chine a nécessité des confinements stricts dans un certain nombre de grands centres au cours du trimestre, entraînant des arrêts temporaires de la production et de nouvelles perturbations de la chaîne d'approvisionnement. **Les effets de la COVID en Chine ont été les plus notables en avril avec une forte amélioration séquentielle en mai et juin (figure 2).** La mise à jour des lignes directrices en matière de politique suppose un cadre plus codifié et plus flexible, assorti d'un certain assouplissement des restrictions, ce qui réduirait probablement l'incidence de tout confinement à venir. Ce serait une évolution bienvenue, étant donné la position de la Chine en tant que deuxième plus grande économie mondiale et son rôle essentiel dans les réseaux mondiaux de fabrication et de logistique.

Dans un contexte de ralentissement de la croissance en milieu de cycle, nous ne prévoyons pas un atterrissage brutal et nous maintenons un certain optimisme prudent. Nous pensons notamment que les banques centrales resteront sensibles aux préoccupations liées à la croissance lorsque l'inflation commencera à ralentir par rapport aux sommets actuels. Un recul des matières premières, l'évolution de la politique zéro COVID de la Chine et une nouvelle correction des tarifs de fret maritime pourraient chacun contribuer à modérer les pressions sur les prix dans les mois à venir.

FIGURE 1 : MODÉRATION DES PRÉVISIONS D'INFLATION

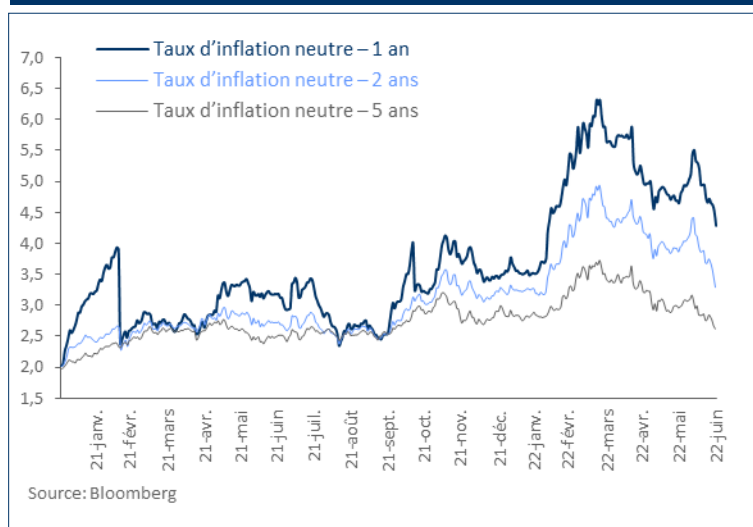


FIGURE 2 : LA CHINE ÉMERGEANT DU CONFINEMENT



MARCHÉS BOURSIERS | DES REBONDS SUIVENT SOUVENT LES RECULS

| Rendements des indices boursiers | | | | |
|-----------------------------------|---------------|---------------|-------------------------|-------------------------|
| | T2 2022 (CAD) | T2 2022 (USD) | Cumul annuel 2022 (CAD) | Cumul annuel 2022 (USD) |
| Mondiaux (nets) | -13,4 % | -16,2 % | -18,8 % | -20,5 % |
| Canadiens | -13,2 % | | -9,8 % | |
| Petites capitalisations au Canada | -20,8 % | | -13,9 % | |

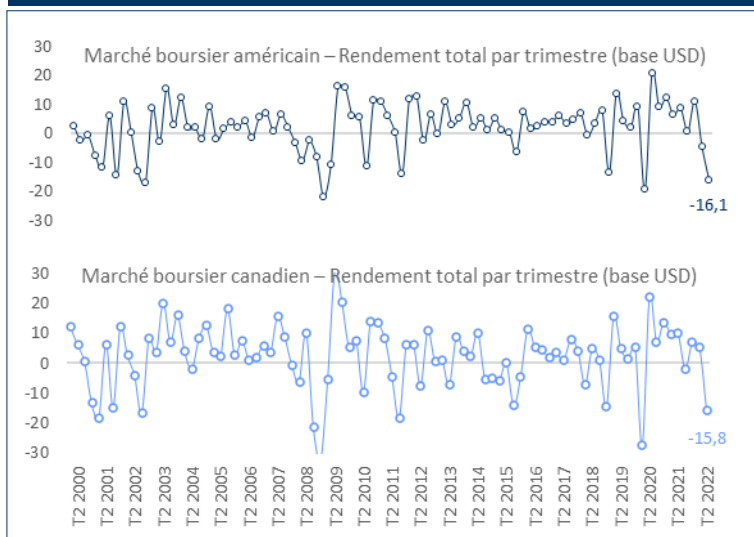
Les tendances présentes à l'approche du mois de mars se sont renforcées au deuxième trimestre et les marchés boursiers ont subi une pression supplémentaire. La guerre maintenant prolongée en Ukraine a entretenu une incertitude persistante et a contribué aux pressions existantes du côté de l'offre qui pèsent sur l'inflation mondiale. Ce taux d'inflation élevé persistant et des indicateurs qu'il pourrait avoir une incidence sur l'état d'esprit des consommateurs à long terme ont donné lieu à des mesures et à des discours agressifs de la Fed qui ont effrayé les marchés boursiers et freiné davantage les attentes de croissance.

CADRE DE BIM SUR LES ACTIONS

Le recul trimestriel a été d'une ampleur rarement vue depuis le tournant du siècle et est attribuable aux récents événements négatifs et à la fragilité de la confiance des investisseurs (figure 3). Historiquement, cette même période indique que pour les principaux indices boursiers nord-américains, chaque correction trimestrielle supérieure à 10 % était suivie en moyenne d'un rendement annualisé sur un an supérieur à 20 %. Bien que les observations empiriques aient leurs limites, il est clair que les marchés ont déjà pris en compte de nombreuses mauvaises nouvelles. Un scénario d'atterrissage brutal n'est peut-être pas écarté pour l'instant, mais une crainte de croissance s'est manifestée, ce qui contribue à atténuer les attentes et à améliorer le potentiel des rendements futurs.

Les cours des actions qui sont perçues comme étant les plus sensibles au contexte actuel ont été les plus touchés depuis le début de l'année, les technologies à forte croissance et les entreprises exposées aux dépenses de consommation discrétionnaire ayant été particulièrement touchés. Cette division du marché existe également en fonction de la capitalisation boursière où le cours des actions des petites sociétés a subi une pression plus forte que celui des grandes sociétés, sans égard, dans plusieurs cas, à de solides principes fondamentaux sous-jacents. Cette tendance actuelle peut offrir des occasions de placement intéressantes, surtout lorsque des bouleversements de la valorisation ont eu lieu dans des entreprises ayant de bonnes perspectives à moyen terme. Lorsqu'elles sont disponibles, les idées les plus attrayantes sont celles qui ne nécessitent pas un appel explicite à l'économie, mais plutôt une reconnaissance par le marché des données fondamentales propres aux sociétés. Dans tous les secteurs d'activité, nous mettons également l'accent sur les sociétés qui sont en mesure de s'adapter à un environnement dynamique afin de mieux faire face aux incertitudes à venir.

FIGURE 3 : LE REcul DU T2 ÉTAIT UN CAS PARTICULIER



MARCHÉS MONDIAUX

Alors que les entreprises évoluent dans un environnement difficile, les consommateurs doivent également gérer l'inflation qui gruge leur budget. Cette situation a suscité des préoccupations à l'égard de la demande de biens de consommation discrétionnaires en raison de la hausse des taux d'intérêt et de l'augmentation de la proportion des dépenses consacrées aux services. **La gestion des stocks a été un défi pour le secteur du commerce de détail aux États-Unis, car les souvenirs des contraintes logistiques antérieures et la normalisation de la demande pour des articles à prix élevé et des appareils électroniques à la suite des pics de la pandémie ont compliqué les structures de commandes. L'incidence du mauvais temps printanier sur les ventes de produits saisonniers s'est ajoutée à la complexité** et certains détaillants ont réduit leurs prévisions de revenu en comptant éliminer leurs stocks excédentaires, Target en étant l'exemple le plus frappant (figure 4).

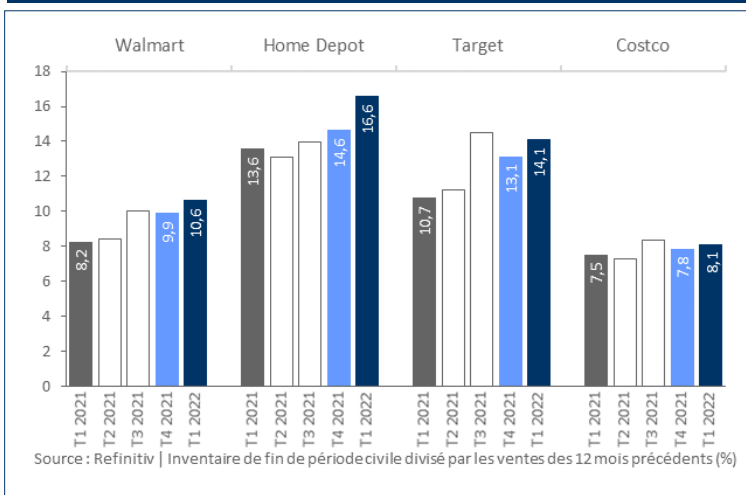
Les magasins à un dollar sont en bien meilleure position pour évoluer dans l'environnement actuel, en raison de leur exposition aux produits consommables et aux articles à prix modique, et de leur proximité aux consommateurs qui pourraient être de plus en plus sensibles à la hausse des prix de carburants. Nous avons une participation à long terme dans Dollar General qui a un modèle commercial solide et qui peut s'adapter rapidement à l'évolution de la demande et compenser de manière proactive les difficultés inflationnistes en modifiant la taille des emballages et en ajustant les plans de marchandisage. À l'aube de la rentrée scolaire, tous les détaillants devront demeurer agiles pour réagir à l'évolution rapide des besoins des consommateurs.

MARCHÉ CANADIEN TOUTES CAPITALISATIONS

Le secteur des matières premières a contribué positivement aux rendements depuis le début de l'année et présente une exposition à une offre attrayante dans certains cas, mais nous maintenons également notre intérêt pour les sociétés industrielles étant sur le point de faire face à l'inflation des coûts et à des défis logistiques. Les fabricants ont enduré une multitude de problèmes liés à la pandémie ces dernières années qui, dans plusieurs cas, ont nécessité un rajustement des activités d'exploitation.

Nous avons une participation dans Savaria (un fabricant de produits d'accessibilité), qui est l'une de ces entreprises étant en train de relocaliser certaines chaînes de production. Nous avons récemment visité l'usine de Brampton qui fabrique des monte-escaliers courbes destinés à l'Amérique du Nord dans une usine européenne. Ce changement réduira à la fois les délais d'exécution des commandes et les frais de transport, dans la foulée du transfert de technologie liée à l'acquisition de Handicare l'an dernier. De plus, une usine récemment louée au Mexique prendra en charge bientôt certaines activités de sous-assemblage de la Chine et augmentera la capacité de production à proximité du plus important marché de la société. L'espace libéré dans les activités européennes et chinoises sera réaffecté au service des marchés locaux, optimisant davantage l'empreinte de l'entreprise, et met en évidence une utilisation efficace des ressources disponibles.

FIGURE 4 : LE RATIO DES STOCKS AUX VENTES DES DÉTAILLANTS SOUS LA LOUPE



MARCHÉ CANADIEN DES PETITES CAPITALISATIONS

Les actions de sociétés à petite capitalisation subissent généralement une pression de vente démesurée pendant les corrections du marché, car les négociateurs augmentent leur capitalisation en vue de réduire les risques des portefeuilles. Bien que ces périodes soient désagréables, c'est pendant celles-ci que nous avons historiquement fourni le plus d'alpha à nos clients. Depuis l'établissement de la stratégie en 2008, l'indice des titres canadiens à petite capitalisation a perdu plus de 5 % au cours de plus de 40 périodes consécutives de trois mois. Dans tous les cas, nous avons affiché un rendement supérieur de 9 % en moyenne. Une comparaison avec l'indice phare des sociétés canadiennes à grande capitalisation est également favorable, car notre stratégie a affiché un rendement supérieur aux mêmes critères les trois quarts du temps sur 24 occurrences. Ces résultats historiques soulignent l'importance de la préservation du capital, qui est un principe clé de notre philosophie de placement.

Notre concentration sur la qualité et la valeur vise à « surexposer » le portefeuille à des entreprises de qualité supérieure non exposées à l'exubérance des investisseurs. Ces entités ont tendance à mieux résister aux perturbations causées par les replis économiques que leurs homologues plus cycliques, sans assumer le risque d'évaluation des titres de croissance pure. L'adoption de cette optique quant aux actions à petite capitalisation présente une opportunité asymétrique en offrant un avantage aux petites entreprises ayant un long parcours de croissance et une protection contre les baisses grâce à notre cadre de qualité. Chaque repli du marché suit son propre cours et, comme tous, nous n'avons pas de boule de cristal. Ce que nous pouvons contrôler, c'est notre processus de placement, et nous continuerons de nous efforcer de préserver le capital en cas de recul du marché, tout en demeurant exposés à l'inévitable reprise qui s'annonce.

PLEINS FEUX SUR LA THÈSE DE BIM CONCERNANT LES ACTIONS

Pour un deuxième trimestre consécutif, nous avons été heureux de lire un communiqué de presse annonçant une proposition de prise de contrôle de l'une de nos participations moyennant une prime substantielle.

Lifeworks (LWRK) est un important fournisseur de services numériques et de services en présentiel liés au mieux-être des employés. Le cours de l'action a baissé en 2022 en raison des préoccupations croissantes liées aux marges et à la concurrence qui sont apparues pour la première fois l'année dernière. Compte tenu de la baisse du cours des actions, nous avons procédé à un examen exhaustif de notre thèse et avons renouvelé notre confiance dans ce placement. Nos constatations nous ont rappelé que le resserrement des marges à court terme était attribuable à une forte demande à long terme pour les services de santé mentale et que l'approche multimodale de l'entreprise (offre virtuelle et en personne) demeurerait un avantage concurrentiel clé par rapport aux nouveaux concurrents offrant uniquement des services virtuels. Ces conclusions ont été appuyées par la proposition d'acquisition de Lifeworks par TELUS Santé à la mi-juin, moyennant une prime de 80 % par rapport au cours de clôture précédent.

Si nous examinons les prises de contrôle passées de sociétés de portefeuille, nous constatons que les modèles d'affaires solides liés à des tendances de croissance à long terme suscitent souvent l'intérêt d'acheteurs stratégiques ou de capitaux privés si les prix sont mal évalués pendant trop longtemps. Cette possibilité est amplifiée chez les sociétés à petite capitalisation, où les chefs de file de créneaux peuvent être acquis par des sociétés beaucoup plus grandes moyennant des primes importantes. Il est particulièrement important de se rappeler ces observations lorsque les marchés sont perturbés et que les négociateurs cherchent à maintenir la tendance des cours, et que les capitaux patients sont axés sur la valeur.

MARCHÉS DES TITRES À REVENU FIXE | LES BANQUES CENTRALES RÉUSSIRONT-ELLES LEUR ATERRISSAGE?

Rendements de l'indice des titres à revenu fixe

| | T2 2022 | Cumul annuel 2022 |
|-----------|---------|-------------------|
| Canadiens | -5,7 % | -12,2 % |

Les banques centrales du monde entier agissent de concert pour lutter contre l'inflation. Les sources de pression comprennent les goulots d'étranglement dans la chaîne d'approvisionnement, la guerre en Ukraine et la demande refoulée des consommateurs impatients de dépenser les économies accumulées. Les dirigeants de la BCE, de la Réserve fédérale et de la Banque du Canada s'efforcent de convaincre le marché qu'ils feront tout ce qu'il faut pour s'assurer que les attentes en matière d'inflation ne dépassent pas les bornes. Dans cette optique, nous constatons que le cours des obligations évolue au rythme des hausses de taux d'intérêt agressives prévues aux États-Unis et au Canada lors des prochaines réunions.

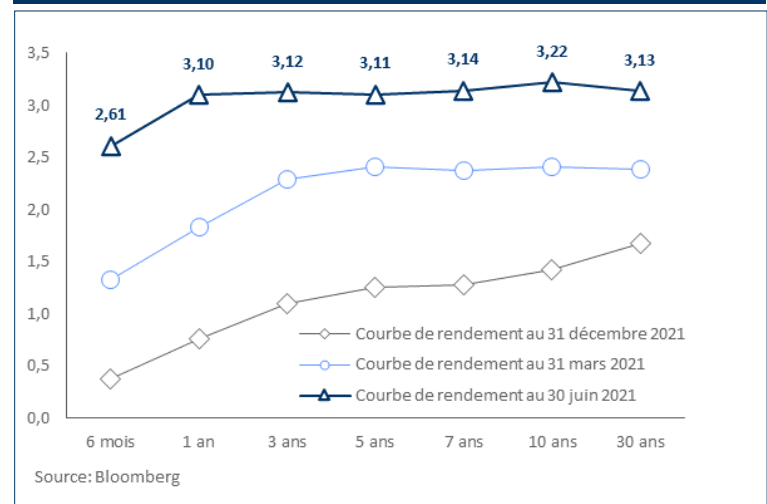
La hausse des taux d'intérêt suscite certaines inquiétudes quant à la vigueur de l'économie. Nous constatons que les rendements à long terme augmentent à un rythme plus lent que ceux à court terme, ce qui laisse supposer que le marché commence à s'inquiéter de la possibilité d'une récession. Nous avons vu cette tendance se concrétiser, alors que les rendements ont baissé sur toute la courbe au cours des deux derniers jours du trimestre, offrant une certaine couverture à la Fed pour organiser l'atterrissage en douceur que tout le monde souhaite.

La volatilité a été une tendance dominante sur les marchés des titres à revenu fixe. Les rendements des obligations d'État ont culminé à environ 3,5 %, soit environ 115 points de base au-dessus des creux observés au début du trimestre, tandis que les derniers jours de juin ont affiché une baisse de 25 à 30 points de base sur la courbe, alors que les craintes d'une récession commençaient à augmenter. Toutes ces fluctuations à la hausse et à la baisse se sont traduites par une augmentation des rendements d'environ 80 points de base par rapport à la fin du trimestre précédent. La courbe s'est également aplatie, l'écart entre les obligations à 1 an et à 30 ans n'étant que de 3 points de base (figure 5). Les écarts de crédit se sont élargis au cours du trimestre, les obligations à 5 ans ayant le plus fluctué. Le segment à long terme du marché obligataire a été le plus durement touché, les obligations fédérales, provinciales et de sociétés ayant moins bien fait que les obligations à 10 ans et le segment à court terme du marché.

CADRE DE BIM SUR LES TITRES À REVENU FIXE

Les banques centrales ont clairement indiqué qu'elles surveillent attentivement chaque publication de données et qu'elles réagiront en conséquence. Nous examinons les données de la même façon et, au cours du trimestre, nous avons ramené la durée à un niveau plus neutre et réduit la surpondération des obligations de sociétés par rapport à l'indice de référence. À l'avenir, nous nous attendons à être opportunistes sur le marché en surveillant de près la durée, les écarts de taux et la valeur relative entre les différents secteurs, et en cherchant à tirer parti des perturbations possibles. À la fin du trimestre, le rendement à l'échéance du portefeuille était de 4,05 %.

FIGURE 5 : COURBE DE RENDEMENT AU CANADA (%)



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.