

T3 2022 | LES MARCHÉS SONT CONCENTRÉS SUR LES PETITS CARACTÈRES DES COMMUNICATIONS DE LA RÉSERVE FÉDÉRALE AMÉRICAINE

CONTEXTE D'INVESTISSEMENT

- Les marchés craignent toujours que la Réserve fédérale américaine (la « Réserve fédérale ») continue d'aller trop loin et trop vite dans la lutte contre l'inflation.

MARCHÉS DES ACTIONS

- Les inquiétudes macroéconomiques croissantes ont nui à la confiance et annulé une reprise intratrimestre. Les sommets passés de baisse ont souvent coïncidé avec les creux du marché.

MARCHÉS DES TITRES À REVENUE FIXE

- Les rendements des obligations à court terme ont fortement augmenté et les obligations à moyen terme se sont rapidement ajustées pour tenir compte des prévisions révisées des banques centrales.

CONTEXTE D'INVESTISSEMENT | DÉTERMINATION DES PRIX DANS UNE PÉRIODE OÙ LA RÉSERVE FÉDÉRALE AMÉRICAINE MAINTIEN UN TON FERME

Les marchés financiers ont commencé le trimestre avec une reprise prometteuse qui a été neutralisée par un changement des attentes quant à la voie à suivre au regard des positions prises par la Réserve fédérale. L'enthousiasme concernant un changement de cap potentiel à court terme vers un assouplissement de la politique monétaire s'est estompé, alors que la Réserve fédérale a continué d'augmenter agressivement les taux et fait preuve d'une forte résolution à contenir l'inflation élevée.

Au cours de l'année, le discours sur l'inflation a évolué, passant d'un discours axé sur les grands titres, y compris les produits alimentaires et l'énergie, à un discours davantage axé sur les principaux éléments. Dans cette optique, nous avons extrait des données du U.S. Bureau of Labor and Statistics afin de mieux comprendre l'apport des composantes de base individuelles à l'indice des prix à la consommation pour mieux déterminer ce qui a motivé ces données. **Les résultats de cette analyse révèlent que, même si les données de base sur l'inflation demeurent près des sommets atteints récemment, la source de la pression est passée de la hausse des prix des biens à la hausse des coûts des services (figure 1).** Le refuge représente maintenant la composante la plus importante de l'inflation, éliminant les biens de base plus tôt cette année.

Bien qu'il soit difficile de prévoir l'inflation, nous nous efforçons de comprendre certains facteurs de haut niveau susceptibles d'avoir une incidence significative sur les émissions à venir. À cette fin, nous pouvons nous appuyer sur les données du secteur pour obtenir des renseignements en temps réel sur les intrants importants. **Les méthodes d'évaluation différentes et certaines considérations de transfert empêchent la lecture directe de toutes les statistiques gouvernementales, bien qu'il soit encourageant de constater que les prix de location d'habitations et des voitures d'occasion sur le marché baissent par rapport aux sommets atteints récemment (figure 2).** La vigueur soutenue du marché de l'emploi entraînera probablement d'autres hausses de taux par la Réserve fédérale, bien que le décalage entre ces mesures et leur inci-

dence sur l'économie supposent des mouvements plus mesurés au-delà de ce qui a été explicitement annoncé à court terme.

L'Europe continue de s'adapter à la guerre en Ukraine, alors que plusieurs pays ont imposé des taxes exceptionnelles aux producteurs d'électricité pour financer l'aide aux consommateurs à l'approche de l'hiver, étant donné que l'approvisionnement en gaz naturel d'origine russe demeure perturbé. Le conflit prolongé a probablement contribué à un nombre déjà croissant d'initiatives de relocalisation sur le sol nord-américain initialement motivées par les difficultés dans la chaîne d'approvisionnement provoquées par la COVID-19. De récentes initiatives du gouvernement américain, comme la *CHIPS and Science Act* et la *Inflation Reduction Act*, incitent davantage les multinationales à repenser leur empreinte manufacturière et pourraient indiquer une tendance à plus long terme.

Malgré les défis à surmonter, il est important de rappeler que les marchés fonctionnent comme un mécanisme d'actualisation des attentes. Les bourses ont rapidement pris en compte les projections économiques austères de la Réserve fédérale, qui ont été très changeantes ces derniers temps et qui pourraient encore changer bientôt. Il est intéressant de noter que les périodes de pessimisme élevé ont souvent précédé les rebonds, un sujet que nous approfondissons dans la rubrique Marchés boursiers qui suit. Au mois de septembre se tiendront de nombreuses conférences pour les investisseurs offrant des commentaires sur le terrain en réponse aux discussions incessantes sur la macroéconomie dans la presse financière. À quelques exceptions près, le secteur des produits industriels a mis en évidence un contexte de demande relativement sain, et celui des biens de consommation a offert une vue nuancée des produits alimentaires qui semblent mieux positionnés que les produits de détail à l'heure actuelle. Dans l'ensemble, les sociétés semblent plus enthousiastes quant à leurs perspectives que les grands titres le laissent entendre actuellement dans les médias.

FIGURE 1 : ÉVOLUTION DES PRINCIPALES PRESSIONS INFLATIONNISTES (PPI) AUX ÉTATS-UNIS

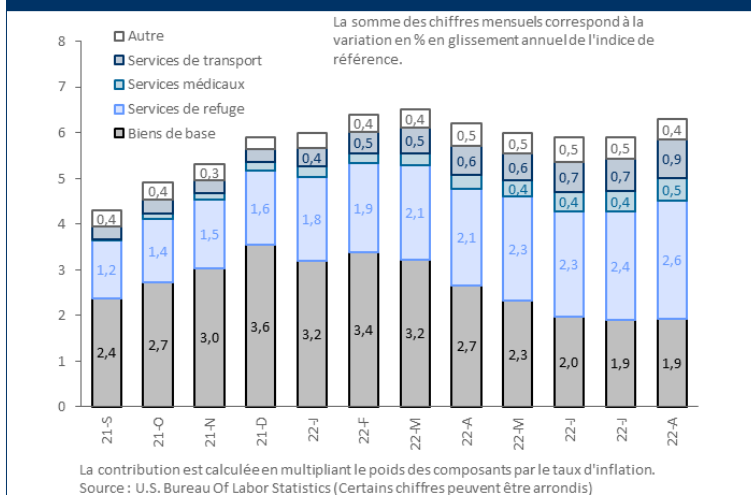
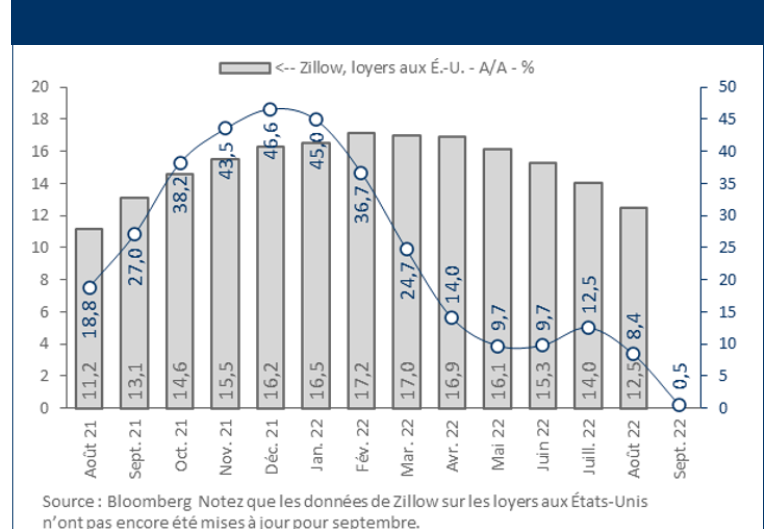


FIGURE 2 : RALENTISSEMENT SUSCITÉ PAR L'INFLATION ÉLEVÉE



MARCHÉS BOURSIERS | UN DÉPART RATÉ PERD DE LA VIGUEUR AU COURS DU TRIMESTRE

Rendements des indices boursiers

| | T3 2022 (\$ CA) | T3 2022 (\$ US) | Cumul annuel 2022 (\$ CA) | Cumul annuel 2022 (\$ US) |
|-----------------------------------|-----------------|-----------------|---------------------------|---------------------------|
| Mondiaux (nets) | -0,1 % | -6,2 % | -18,9 % | -25,4 % |
| Canadiens | -1,4 % | | -11,1 % | |
| Petites capitalisations au Canada | -2,5 % | | -16,0 % | |

Une reprise encourageante en juillet n'a pu soutenir l'élan tout au long du trimestre, la Réserve fédérale ayant continué de relever rapidement ses taux et réitéré son engagement à contenir l'inflation élevée. L'absence de surprises positives liées à des problèmes préexistants, comme la guerre en Ukraine, n'a guère atténué les préoccupations associées à la croissance et le sentiment général est resté modéré.

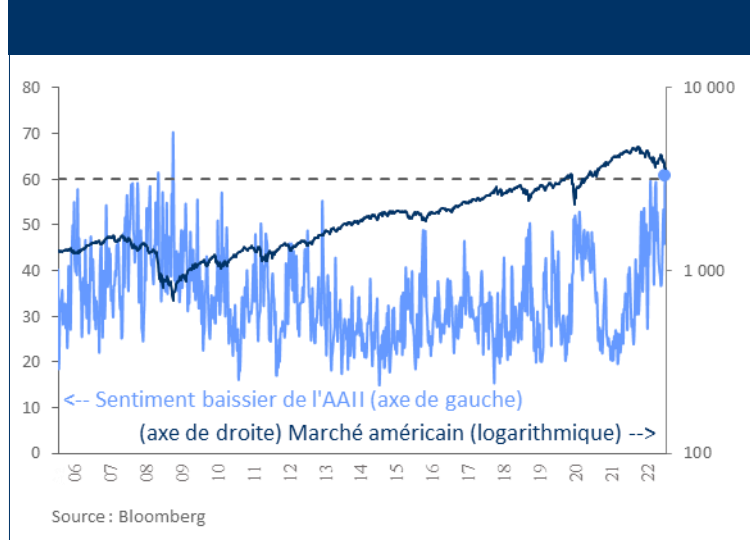
Les inquiétudes concernant l'économie ont dominé le discours ces derniers temps et sont évidentes dans l'esprit des marchés. **L'American Association of Individual Investors évalue le pessimisme à des niveaux jamais vus depuis la crise financière mondiale (figure 3). Il est intéressant de noter que les sommets passés de baisse ont souvent coïncidé avec les creux du marché.**

CADRE DE BIM SUR LES ACTIONS

Malgré le ralentissement de la croissance des revenus, la plupart des sociétés demeurent relativement optimistes pour le reste de l'année, tout en reconnaissant que certains défis restent à relever. L'incertitude dans les prévisions s'est accrue, car le transfert soutenu de l'inflation des coûts pourrait mettre à l'épreuve l'élasticité de la demande, bien que les secteurs affichant un carnet de commandes bien rempli soient moins à risque. Les sociétés qui ont une plus grande exposition aux marchés finaux cycliques et qui ne sont plus en période de pointe ont été moins optimistes dans leurs commentaires, et dans certains cas, ont abaissé de façon préventive leurs prévisions, ce qui a entraîné une faiblesse du cours de leurs actions et du groupe de référence.

Au cours des deux dernières années, l'inflation a exercé une pression généralisée sur les marges des sociétés. Bien que l'on s'attende à une poursuite de cette tendance à court terme, certaines améliorations ont récemment commencé à se manifester. Les coûts de logistique, les contraintes de la chaîne d'approvisionnement et les prix des marchandises en sont des exemples, ce qui devrait aider à compenser d'autres secteurs qui affichent des tendances inflationnistes en hausse. Les sociétés qui ont été touchées de façon disproportionnée par ces facteurs pourraient obtenir un certain répit à court terme. De façon plus générale, nous sommes toujours à l'affût d'entreprises en position de chef de file susceptibles d'émerger d'une période d'incertitude macroéconomique avec une part de marché ou un avantage concurrentiel accru, et des occasions de valeur intéressantes se sont présentées dans le contexte actuel.

FIGURE 3 : PESSIMISME ET CREUX DE MARCHÉ



MARCHÉS MONDIAUX

Les sociétés mondiales plus exposées aux économies européennes et asiatiques ont été davantage préoccupées par les taux de croissance. La Chine poursuit sa lutte pour se sortir des confinements imposés en raison de la COVID-19 et l'Europe doit trouver des réponses à des questions cruciales concernant la disponibilité du gaz naturel. Par conséquent, les sociétés plus exposées à ces régions ont vu le cours de leurs actions chuter beaucoup plus que la moyenne, sans compter l'affaiblissement des pressions exercées sur les devises. Cette situation a également entraîné à la baisse le cours des actions de certaines sociétés de qualité supérieure exposées au marché mondial, même si leur chiffre d'affaires n'est pas aussi étroitement lié au cycle économique. Nous trouvons actuellement des occasions plus intéressantes dans ce domaine.

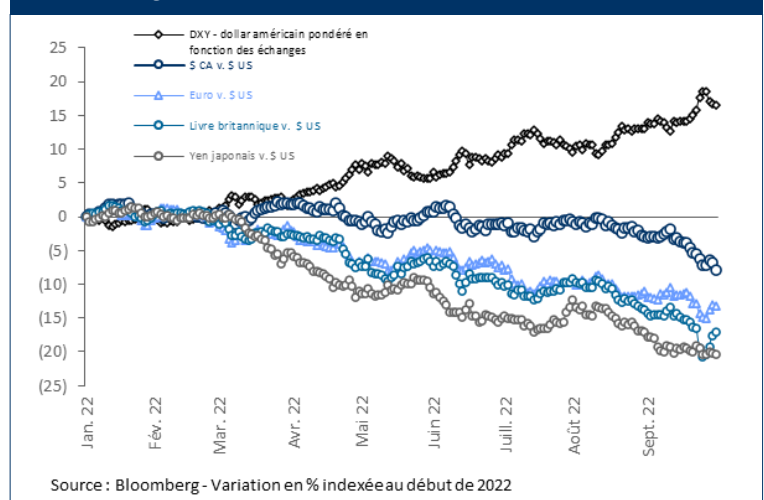
Notre participation à long terme dans Thermo Fischer, qui a des activités dans le monde entier, en est un exemple. Thermo Fischer est un fournisseur clé de ressources permettant aux sociétés pharmaceutiques de créer de nouveaux médicaments ainsi que des instruments d'analyse utilisés dans une variété de secteurs. Ses revenus sont de moins en moins cycliques que ceux de la moyenne et elle est bien positionnée pour atteindre une croissance structurelle à long terme malgré l'incertitude à court terme née de la conjoncture économique.

MARCHÉ CANADIEN TOUTES CAPITALISATIONS

Bien que la plupart des sociétés canadiennes dont les actions sont cotées en bourse exercent la plus grande partie de leurs activités dans leur pays d'origine, bon nombre d'entre elles ont établi une présence dans plusieurs régions du monde. Ces croissances sont soutenues par des occasions d'affaires à long terme, bien que, pendant les périodes de volatilité, la conversion des résultats financiers en dollars canadiens puisse être favorisée ou entravée par la fluctuation des devises. Le dollar américain a été l'un des principaux bénéficiaires des récents développements en raison d'une banque centrale dynamique, d'une vigueur économique relative et d'une ruée générale vers la sécurité, tandis que de nombreuses autres grandes monnaies se sont affaiblies (figure 4).

Toutes choses égales par ailleurs, les sociétés qui exercent des activités importantes au sud de la frontière profiteront d'un vent favorable, si la vigueur du dollar américain persiste. Les entreprises établies au Canada peuvent également tirer profit du fait que leurs produits sont liés à un marché international, comme c'est le cas pour les produits de base. Par exemple, les producteurs d'énergie ont des coûts d'exploitation libellés en monnaie locale, alors qu'ils vendent des produits liés à des indices de référence mondiaux libellés en dollars américains. Cette dynamique, conjuguée aux préoccupations bien connues liées à la situation géopolitique et à l'offre, explique pourquoi le secteur de l'énergie a bien résisté à l'incertitude économique qui, historiquement, aurait entraîné une faible performance.

FIGURE 4 : POURSUITE DE LA HAUSSE DE LA VALEUR DU DOLLAR AMÉRICAIN



MARCHÉ CANADIEN DES PETITES CAPITALISATIONS

L'aversion au risque a prévalu au cours de la période, alors que d'importantes fluctuations intratrimestre touchaient de nombreuses actions. Nous avons déjà écrit qu'en période de volatilité accrue et de pessimisme, les petites capitalisations peuvent assumer une part démesurée du fardeau. Cette année a été particulièrement volatile; nous avons donc examiné les données historiques.

Depuis le début de l'année 2022, environ 60 % des jours de négociation de l'indice des petites capitalisations ont généré un rendement supérieur à plus ou moins 1 %, ce qui représente une volatilité plus élevée que celle de toute période de l'année civile que nous avons examinée depuis l'an 2000. Pour mettre en contexte les données ci-dessus, il s'agit d'une volatilité plus élevée que lors de la crise du crédit (2008 : environ 50 %) ou du krach boursier pendant la pandémie de COVID-19 (2020 : environ 45 %), soit plus du double de la moyenne au cours de la période (environ 25 %) et environ 10 fois plus qu'au cours d'une année de faible volatilité (2019 : 6 %)

Nous soulevons ce point pour montrer que c'est l'émotion, plutôt que les facteurs fondamentaux qui dictent actuellement les marchés, ce qui peut entraîner des bouleversements qui jettent les bases de rendements futurs attractifs. Cette situation se reflète dans les données sur les sociétés à petite capitalisation, ainsi que sur les sociétés canadiennes à grande capitalisation et les bourses américaines : après des périodes de volatilité très élevée, 1) les rendements futurs prévus étaient considérablement plus élevés que la moyenne et 2) la probabilité de voir des rendements futurs positifs augmentait.

PLEINS FEUX SUR LA THÈSE DE BIM CONCERNANT LES ACTIONS

RWE est un service public d'électricité établi en Allemagne et un chef de file mondial de la production d'énergie renouvelable (énergie éolienne en mer ou sur terre, éner-

gie solaire, hydroélectricité, bioénergie, gaz naturel et stockage d'énergie sur batteries). D'un point de vue géographique, RWE a une importante présence dans le secteur de l'énergie renouvelable en Allemagne, au Royaume-Uni et aux États-Unis, mais elle exerce également des activités liées à l'énergie renouvelable en Italie, en Espagne, en Pologne et en France. La crise énergétique actuelle qui sévit en Europe a accru le besoin de sécurité énergétique et d'investissements dans les énergies renouvelables dans la région, ce qui a déclenché plus tôt cette année le lancement de l'initiative énergétique, REPowerEU, de plusieurs milliards d'euros. Grâce à son excellent bilan en matière de mise en service, de financement et de production d'énergie renouvelable, RWE devrait être un bénéficiaire clé de ce programme. Ailleurs dans le monde, les gouvernements sont également incités à développer leurs initiatives vertes, notamment en utilisant des plans de relance comme l'Inflation Reduction Act aux États-Unis.

RWE investira massivement dans la production d'énergie renouvelable au cours des prochaines années, en établissant des objectifs clairs de mise en service de projets à court terme et un pipeline robuste. Bien que la plus grande partie de la production d'énergie renouvelable de RWE soit sous contrats à long terme, la société devrait profiter à court et à moyen terme de son exposition commerciale à un prix de l'électricité élevé et à un plafonnement des prix proposé par l'Union européenne qui est beaucoup plus élevé que les normes historiques. À l'instar du mouvement d'une pendule, les investisseurs évoluent rarement dans un environnement « stable » et les actions dépassent souvent les attentes lorsque la confiance des investisseurs bascule vers une crainte et une volatilité accrues. La traversée de ces périodes de douleur ouvre la voie à des rendements futurs plus élevés. Enfin, les actions de RWE se négocient à une valorisation attractive par rapport à leurs homologues mondiaux des énergies renouvelables, ce qui s'explique en partie par l'inquiétude accrue du marché concernant leur exposition européenne.

MARCHÉS DE TITRES À REVENU FIXE | LES TITRES À COURT TERME SUBISSENT UNE POUSSÉE ASCENDANTE; LES TITRES À LONG TERME CONNAISSENT UNE PERFORMANCE SIMILAIRE À CELLE DE LA FIN DU TRIMESTRE PRÉCÉDENT

| Rendements de l'indice des titres à revenu fixe | | |
|---|---------|-------------------|
| | T3 2022 | Cumul annuel 2022 |
| Canadiens | 0,5 % | -11,8 % |

La lutte pour maîtriser l'inflation se poursuit, alors que les banques centrales du monde entier continuent de travailler à ramener cette inflation à des niveaux cibles. Depuis le début de l'année, nous avons assisté à des hausses de taux agressives de 300 points de base de la part de la Banque du Canada (BdC) et de la Réserve fédérale, et à des augmentations plus modestes de la Banque d'Angleterre et de la BCE à 200 et 125 points de base, respectivement. Les hausses de taux anticipées par la BdC et la Réserve fédérale fait que le marché à terme établit un pic de taux se situant autour de 4,50 % en 2023, ce qui coïncide avec les prévisions de la Réserve fédérale pour les taux médians en 2023 à 4,625 %. Jerome Powell, le président, continue d'affirmer que l'orientation que prendront les taux d'intérêt demeure tributaire des données.

Bien que l'on continue de s'étonner de la hausse par rapport aux prévisions, plusieurs données sur l'inflation ont affiché une tendance à la baisse jusqu'à la fin du trimestre. De même, le sondage de l'Université du Michigan auprès des consommateurs a révélé une baisse des attentes en matière d'inflation chez les répondants en septembre par rapport aux répondants en juin. Les fluctuations des coûts des transports, des prix des voitures d'occasion et des loyers ont également contribué au discours voulant que l'inflation globale pourrait avoir atteint un sommet. Une mise en garde s'impose : le marché du travail très vigoureux aux États-Unis et au Canada pourrait continuer d'influencer les salaires à la hausse, les employeurs se disputant une offre limitée de candidats. À moins d'une chute imprévue de l'offre, nous nous attendons à ce qu'il y ait encore quelques hausses de taux d'ici la fin de l'année, avant que la Réserve fédérale fasse une pause pour évaluer l'incidence de ses mesures sur l'économie et en mettant en place d'autres mesures découlant des données à venir.

Bien que la courbe de rendement à long terme du gouvernement du Canada soit demeurée pratiquement inchangée de la fin du deuxième trimestre à la fin du troisième trimestre, la volatilité intratrimestrielle a été impressionnante. Les rendements à 30 ans ont fluctué de 45 points de base, et le mouvement du sommet au creux des rendements à 10 ans était de 70 points de base. Il faut également prendre note de l'inversion de la courbe à la fin du troisième trimestre, alors que le

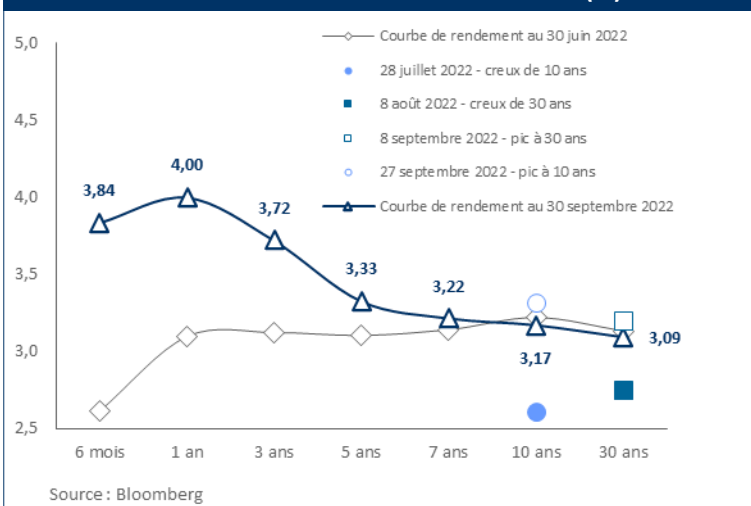
rendement à 2 ans dépassait le rendement à 30 ans de 70 points de base (figure 5).

Ces données ont fait en sorte que le rendement des émissions à 10 ans à la fin de la courbe a surpassé le rendement des émissions à court et à moyen terme. Les écarts de taux se sont élargis au cours du trimestre, les nouvelles émissions ayant connu une hausse particulièrement marquée dans les secteurs non bancaires.

CADRE DE BIM SUR LES TITRES À REVENU FIXE

Les banques centrales continuent de surveiller de près les conditions financières et soulignent que la prise de mesures supplémentaires dépendra des données économiques. Au cours du trimestre, nous avons réduit la durée des placements dans les titres de sociétés et avons misé sur la liquidité en prévision de l'élargissement des écarts. Si la volatilité persiste, nous chercherons à tirer parti des perturbations qui pourraient survenir sur le marché. À la fin du trimestre, le rendement à l'échéance du portefeuille était de 4,39 %.

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 directement, 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.

Veillez nous informer à info@barrantagh.com de toute reproduction.