

T4 2022 | LES MARCHÉS AXÉS SUR LA MACROÉCONOMIE RECHERCHENT LEUR PROCHAIN

CONTEXTE D'INVESTISSEMENT

- Avec l'inflation qui semble s'améliorer, un ralentissement potentiel est le risque qui préoccupe le plus les marchés. La réouverture de la Chine devrait aider la croissance mondiale, mais avec un certain décalage.

MARCHÉS DES ACTIONS

- La perspective de l'inflation ayant atteint son pic a donné un dernier coup de pouce aux actions à la fin de l'année. L'équilibre entre le risque et le rendement est essentiel, car la confiance peut changer rapidement.

MARCHÉS DES TITRES À REVENU FIXE

- La volatilité élevée des rendements obligataires s'est poursuivie au cours du trimestre, les marchés restant obsédés par les détails des communications des banques centrales.

CONTEXTE D'INVESTISSEMENT | SPÉCULER SUR LA GRAVITÉ POTENTIELLE DU RALENTISSEMENT ÉCONOMIQUE

L'économie mondiale a connu plusieurs difficultés en 2022, ce qui a eu une incidence sur les perspectives de croissance au fil de l'année. L'inflation plus élevée que prévu, le conflit continu en Ukraine et les perturbations de la croissance des revenus attribuables aux problèmes de main-d'œuvre et de chaîne d'approvisionnement ont tous contribué aux difficultés. Les banques centrales ont été contraintes de relever les taux d'intérêt rapidement afin de contenir l'inflation, ce qui a fini par susciter des inquiétudes quant à la possibilité d'une récession. Fait encourageant, la pression sur les chaînes d'approvisionnement s'atténue et l'inflation semble avoir atteint un pic au quatrième trimestre, bien que le rythme futur de décélération et les interventions potentielles des banques centrales demeurent des sources d'incertitude pour l'année à venir.

Le marché du travail devrait également faire l'objet d'une attention particulière au cours de l'année. Le chômage, la croissance de l'emploi et la croissance des salaires seront surveillés de près en tant qu'indicateurs de la santé économique et d'actions potentielles des banques centrales. Bien que les conditions de travail soient actuellement difficiles et qu'elles contribuent aux pressions inflationnistes, les gains en matière d'emploi ont commencé à ralentir et le taux de croissance des salaires s'est stabilisé. Bien que le taux de chômage demeure trop bas, il semble avoir atteint un creux. La Réserve fédérale américaine (la « Réserve fédérale ») attendra de nouvelles preuves de normalisation du marché du travail avant de respirer plus facilement à cet égard.

Bien que les médias accordent toujours une attention particulière aux mises à jour macroéconomiques, cette attention a été alimentée par l'hypersensibilité récente des marchés financiers à la publication de nouvelles données. **L'opinion consensuelle d'un ralentissement à venir s'aligne sur les signaux émis par les marchés boursiers et obligataires (figure 1), mais le moment et la gravité du ralentissement prévu de l'activité économique font encore l'objet de nombreux débats.** Notre cadre

d'investissement est orienté vers un atterrissage en douceur, c'est-à-dire que si une récession se produit, nous nous attendons à ce qu'elle soit relativement faible.

Les citoyens de la Chine, qui vivaient dans des conditions restrictives causées par la COVID depuis beaucoup plus longtemps que les autres pays développés (figure 2), ont exprimé leur mécontentement à l'égard des récents confinements stricts dans les grandes villes. **Que ce soit en réaction aux manifestations ou en raison d'un changement soudain de stratégie, l'assouplissement soudain de la politique zéro COVID de la Chine devrait donner un coup de pouce à la croissance mondiale après que les perturbations à court terme liées à une flambée des infections auront été surmontées.** La réouverture de la Chine ne se fera pas sans difficulté, car son système de santé est déjà mis à rude épreuve et a eu peu de temps pour se préparer à une hausse soudaine du nombre de nouveaux patients. Le gouvernement chinois apportera un soutien immédiat aux secteurs les plus touchés au cours des trois dernières années, tout en adoptant des mesures plus générales visant à stimuler la demande et la croissance intérieures à long terme.

Au début de la nouvelle année, l'incertitude continuera d'être un facteur important pour l'économie mondiale. Sur une note positive, le risque d'une inflation et de taux d'intérêt galopants semble grandement réduit. Dans un contexte de ralentissement économique, la pénurie actuelle de candidats pourrait encourager les entreprises à déployer des incitatifs pour retenir leur main-d'œuvre qualifiée plus longtemps que d'habitude et atténuer les risques de pertes d'emplois importantes. Toutefois, des défis se posent, et la santé à court terme de l'économie continuera d'être une priorité pour les marchés. Au-delà du court terme, nous demeurons prudemment optimistes malgré ces incertitudes, tout en reconnaissant la volatilité potentielle des marchés, particulièrement au premier semestre de l'année.

FIGURE 1 : UNE COURBE DES RENDEMENTS QUI SIGNALA DES CRAINTES DE RÉCESSION

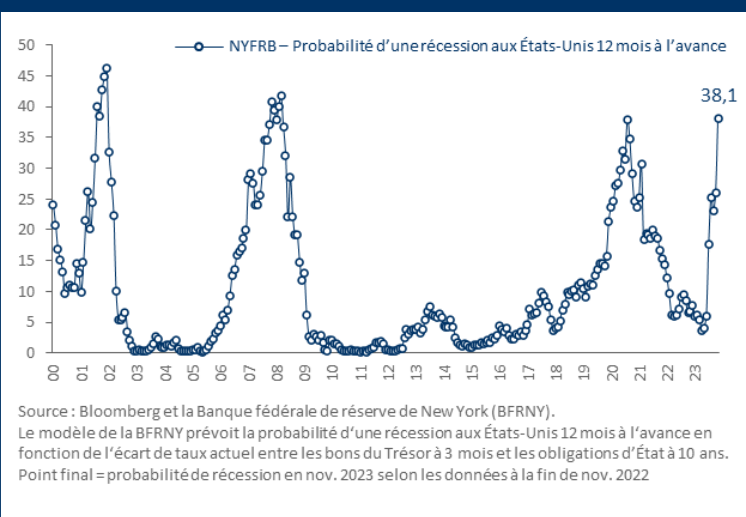
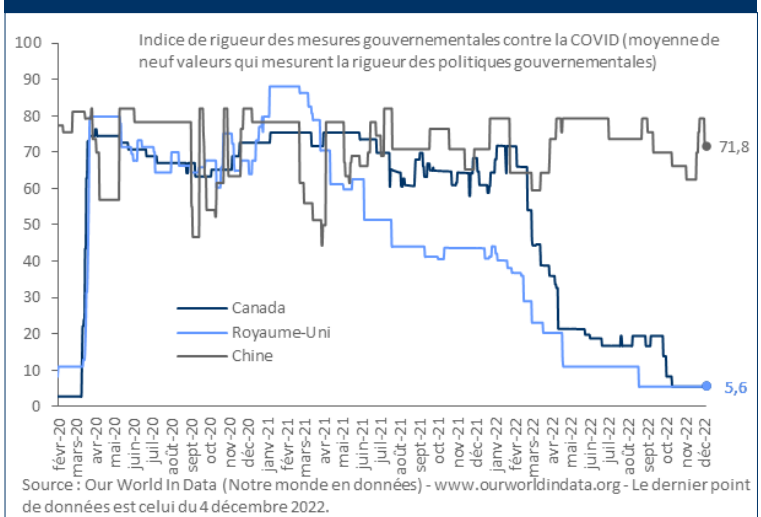


FIGURE 2 : DIVERGENCE DE LA POLITIQUE COVID DE LA CHINE PAR RAPPORT AU RESTE DU MONDE



MARCHÉS BOURSIERS | UN CHANGEMENT DANS LE DISCOURS SUR L'INFLATION PERMET

AUX ACTIONS DE REBONDIR

Rendements des indices boursiers				
	T4 2022 (\$ CA)	T4 2022 (\$ US)	Cumul annuel 2022 (\$ CA)	Cumul annuel 2022 (\$ US)
Mondiaux (nets)	8,2 %	9,8 %	-12,2 %	-18,1 %
Canadiens	6,0 %		-5,8 %	
Petites capitalisations au Canada	8,4 %		-9,0 %	

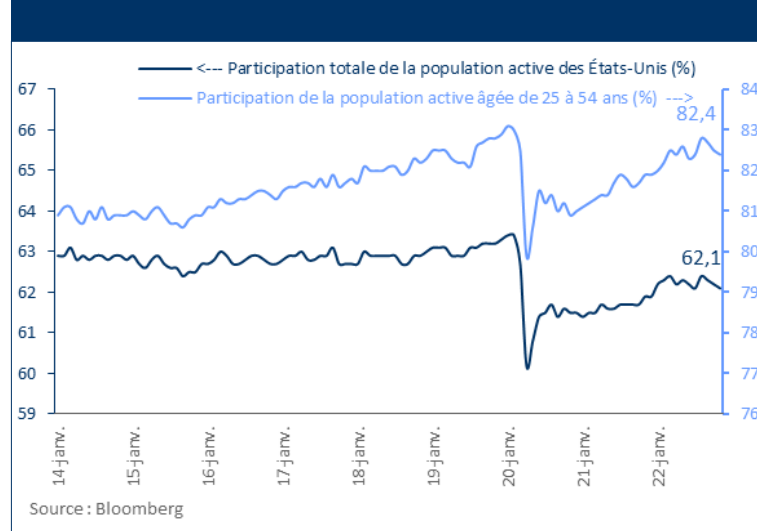
Le quatrième trimestre, voire l'année complète, ont été marqués par les interactions entre l'inflation, les taux d'intérêt et la croissance économique. Le cycle de hausses des taux dynamique sans précédent de la Réserve fédérale, provoqué par une inflation plus élevée et persistante, a contribué au ralentissement de la croissance dans l'ensemble des secteurs et des régions. Les reculs des marchés boursiers qui ont suivi ont été entraînés par une importante réinitialisation des titres de croissance et de technologie à valorisation élevée qui n'affichent pas un bon rendement dans un contexte de hausse des taux. Le cours des obligations a également subi des baisses importantes l'an dernier pour les mêmes raisons, une situation sans précédent depuis quelque temps. Au quatrième trimestre, le cours des actions s'est partiellement redressé par rapport à son repli annuel en raison de la baisse des données inflationnistes aux États-Unis en octobre et en novembre, laissant présager une modération des hausses de taux d'intérêt au cours de la première partie de l'année suivante.

CADRE DE BIM SUR LES ACTIONS

Notre processus d'investissement ascendant nous permet d'obtenir des sociétés des mises à jour fréquentes au sujet des principales tendances commerciales et sectorielles, lesquelles revêtent une importance encore plus grande en période d'incertitude macroéconomique. Bien que les sociétés soient devenues plus prudentes à l'égard des perspectives à court terme, les plus récentes données sur leurs tendances commerciales ont surtout indiqué des taux de croissance plus faibles plutôt que des baisses généralisées. Malgré un climat d'embauche plus prudent, les marchés de l'emploi demeurent vigoureux, ce qui nous porte à croire que le risque d'une récession majeure est relativement faible en ce moment et sert de fondation à notre cadre d'investissement de base. Néanmoins, les politiques des banques centrales continueront à avoir une influence importante sur la croissance économique.

Bien qu'il s'agisse d'une préoccupation moindre, plusieurs entreprises continuent de souligner le défi que représente l'embauche d'une main-d'œuvre qualifiée. Une remontée du taux global de participation au marché du travail pourrait aider à remédier à la situation, mais le taux de la sous-catégorie importante des travailleurs dans la force de l'âge a presque retrouvé ses niveaux records d'avant la pandémie, ce qui laisse entendre qu'une pénurie de compétences risque de persister (figure 3). Par conséquent, nous nous attendons à ce que les entreprises retardent ou

FIGURE 3 : TENSION DANS LE MARCHÉ DES TRAVAILLEURS DANS LA



atténuent l'ampleur des ajustements de la main-d'œuvre en cas de ralentissement, compte tenu des difficultés potentielles en matière de réembauche ultérieure.

MARCHÉS MONDIAUX

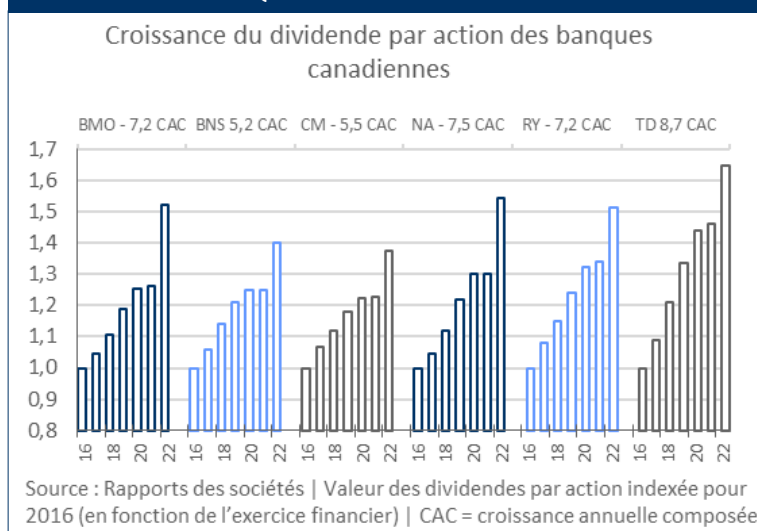
Au fur et à mesure du ralentissement de la croissance et de l'augmentation du risque de récession, les attentes en matière de bénéfices et les valorisations sont devenues plus raisonnables, ouvrant ainsi la voie à des occasions aux producteurs séculaires survendus qui conviennent à notre cadre de valeur de qualité et aux sociétés à exposition mondiale confrontées à des difficultés au cours des dernières années. Bien qu'une récession majeure soit improbable à l'heure actuelle, l'incertitude persiste dans la conjoncture économique. La gestion du risque en pareilles circonstances nécessite un processus de placement rigoureux qui met l'accent sur des sociétés de qualité qui possèdent des valorisations attrayantes, des caractéristiques cachées qui ne sont pas entièrement reflétées sur le marché, ainsi qu'un processus de construction de portefeuille équilibré qui diversifie le risque macroéconomique autant que possible. Un exemple de cette approche est notre placement dans International Hotels Group (IHG), qui possède un solide portefeuille de marques hôtelières dans le monde entier et se négocie à une valorisation favorable, alors que de nombreuses régions n'ont pas encore vu un retour à la normale en matière de voyages. Ceci est particulièrement évident en Chine, où les objectifs d'expansion d'IHG devraient afficher du progrès à la suite de retards causés par les restrictions liées à la COVID.

MARCHÉ CANADIEN TOUTES CAPITALISATIONS

Les banques sont des composantes importantes de l'indice canadien en raison de leur pondération importante et de leurs antécédents impressionnants de rendement à long terme par rapport au marché. Le secteur bancaire a surclassé le marché dans plus de 75 % des cas sur le plan du rendement global depuis le début du siècle, mais a tiré de la patte au cours de trois des quatre dernières années. De nombreux développements en matière de réglementation, d'acquisition et de collecte de fonds ont marqué ce groupe en 2022. En décembre, l'organisme de réglementation a effectivement augmenté les ratios de fonds propres requis pour le groupe au moyen d'un ajustement de la réserve pour stabilité intérieure à titre de mesure de précaution en cas de détérioration de la situation financière. Ce résultat est important compte tenu du vaste capital déjà affecté aux acquisitions annoncées, mais non encore conclues, qui ont été proposées au cours de la dernière année, notamment celles de HSBC Canada par la Banque Royale, de Cowen par la Banque TD et de Bank of the West par BMO si nous remontons jusqu'en décembre 2021.

Bien que les banques devraient continuer à développer leur historique de croissance des dividendes (figure 4), le rythme des augmentations futures pourrait être modéré à court terme, car certains profits supplémentaires serviront plutôt à accroître le capital. Nous nous attendons à une année plus calme sur le plan des fusions et acquisitions et de la réglementation, et notons que les faibles valorisations reflètent les préoccupations liées à un

FIGURE 4 : UN HISTORIQUE DE CROISSANCE DES DIVIDENDES BANCAIRES



éventuel cycle de crédit. Nous sommes d'avis que certaines de ces inquiétudes sont injustifiées, compte tenu de la qualité des prêts hypothécaires souscrits au Canada, des taux d'épargne sous-estimés des consommateurs et des tendances en matière d'immigration qui soutiennent la demande pour une multitude de services financiers.

MARCHÉ CANADIEN DES PETITES CAPITALISATIONS

Après une forte tendance vers l'aversion à l'égard du risque en septembre, les marchés se sont redressés pendant la majeure partie du quatrième trimestre, menés par les titres à petite capitalisation. Comme mentionné précédemment, lorsque les craintes et la volatilité grimpent en flèche et que les inquiétudes se reflètent (plus qu'il faut) dans les prix, les perspectives s'améliorent. Les sociétés à petite capitalisation peuvent être indûment pénalisées lors du repli, mais sont souvent à la tête du marché lorsque la confiance s'améliore. Dans ce contexte, il a été rassurant de voir les sociétés canadiennes à petite capitalisation surclasser l'indice de référence des titres à grande capitalisation pendant la période.

Une dynamique des bouleversements du marché mise en évidence dans le passé et qui peut jouer particulièrement en faveur des sociétés à petite capitalisation est l'option d'une prise de contrôle. En 2022, notre portefeuille a annoncé trois rachats : Intertape Polymer (ITP) pour une prime d'environ 82 % par rapport au groupe de capital-investissement privé Clearlake Capital, LifeWorks (LWRK) pour une prime d'environ 89 % par rapport à l'acheteur stratégique TELUS Santé et, plus récemment, la FPI Summit Industrial Income REIT (SMU-U; voir ci-dessous). Soit dit en passant, ce phénomène semble plus répandu dans les petites entreprises, et notre récent examen des données en question le confirme. Sur les 78 rachats d'actions canadiennes effectués depuis le début de 2019, environ 85 % visaient des sociétés dont la valeur était inférieure à 3 milliards de dollars. Il est important de noter que la prime moyenne pour les prises de contrôle de petites opérations s'est établie à +37 %, contre +18 % pour les rachats plus importants. Ceci appuie la thèse selon laquelle l'option d'une prise de contrôle est à la fois 1) beaucoup plus courante parmi les actions à faible capitalisation et 2) effectuée à des primes

réalisées plus élevées que celles de leurs homologues à plus forte capitalisation.

Notre responsabilité principale consiste à repérer des entreprises de grande qualité offertes sur le marché à un prix inférieur à leur juste valeur. Les rachats ne sont jamais l'élément central de la thèse d'une participation. Néanmoins, cette option est significative pour le rendement global du portefeuille et constitue une autre raison pour laquelle les placements dans les sociétés à petite capitalisation peuvent être si avantageux.

PLEINS FEUX SUR LA THÈSE DE BIM CONCERNANT LES ACTIONS

De même, la FPI Summit Industrial REIT (SMU-U) est une fiducie de placement immobilier canadienne qui compte plus de 160 immeubles au Canada et dont plus de 90 % du portefeuille est situé dans les marchés de Toronto, de Montréal, de Calgary et d'Edmonton. La position a été ajoutée au deuxième trimestre de 2020 grâce à un repositionnement favorable du portefeuille et aux solides données fondamentales du secteur décollant d'une offre à la traîne et d'une demande croissante liée à la hausse des activités de commerce électronique, de traitement des demandes et de distribution. Les actions ont généré un rendement adéquat au début, compte tenu de l'attrait du point d'entrée et de la croissance des flux de trésorerie et des distributions de la FPI. Toutefois, le cours des parts dans le sous-secteur des FPI industrielles a reculé en 2022, la confiance des investisseurs ayant diminué en raison des inquiétudes entourant la force du secteur du commerce électronique en lien avec la pandémie et la hausse des taux d'intérêt. Cette réaction a créé un écart de valeur intéressant pour les investisseurs ayant un horizon à plus long terme. Le fonds de gestion de patrimoine souverain de Singapour, GIC, ainsi que la FPI Dream Industrial REIT (DIRU) ont offert d'acheter SMU-U moyennant une prime d'environ 33 % et un rendement total d'environ 125 % par rapport à nos coûts de base (croissance annuelle composée d'environ 34 %). Il s'agit d'un bon résultat pour le portefeuille au cours de la période de détention de titres d'environ 2,5 ans, et nous chercherons à redéployer ces gains au début de 2023.

MARCHÉS DES TITRES À REVENU FIXE | UN DEUXIÈME TRIMESTRE CONSÉCUTIF DE VOLATILITÉ SUR LES MARCHÉS OBLIGATAIRES

Rendements de l'indice des titres à revenu fixe		
	T4 2022	Cumul annuel 2022
Canadiens	0,1 %	-11,7 %

Au crépuscule de 2022, les données économiques publiées au quatrième trimestre indiquent que l'inflation a atteint un sommet au Canada et qu'elle est en train de se replier aux États-Unis. Dans cette optique, la Banque du Canada (BdC) et la Réserve fédérale ont indiqué clairement qu'elles dépendent des données, ce qui signifie que nous nous rapprochons de plus en plus de la fin du cycle de hausse des taux d'intérêt. **Les hausses de taux énergiques que nous avons vues en 2022 continueront d'avoir une incidence sur l'économie au fil du temps, et des représentants de la BdC et de la Réserve fédérale indiquent qu'une pause serait de mise pour permettre à l'économie de réagir aux hausses survenues jusqu'à maintenant.** Néanmoins, l'inflation reste une préoccupation majeure pour la Réserve fédérale et la BdC, et pourrait pousser les banques centrales à poursuivre leurs hausses, compte tenu de la solidité actuelle des données sur l'emploi, de la croissance toujours positive du PIB et de certaines incertitudes persistantes concernant les chaînes d'approvisionnement.

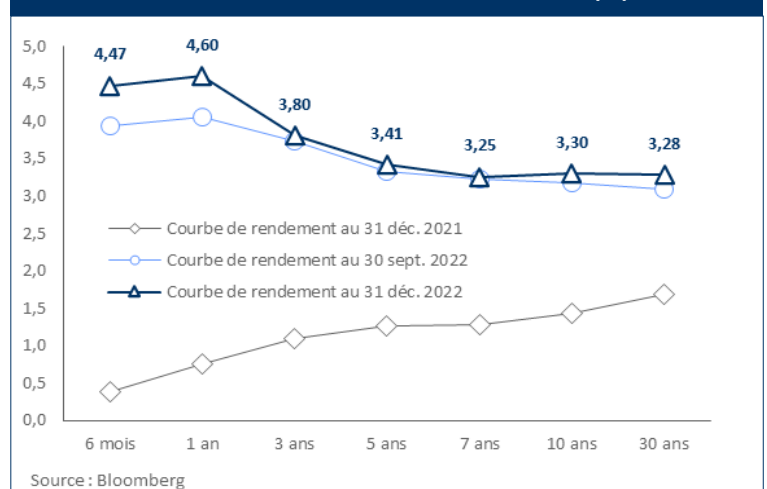
L'écart de rendement entre les bons du Trésor à 3 mois et les obligations d'État à 10 ans est un indicateur qui semble souvent cité dans la presse financière. Au quatrième trimestre, nous avons constaté que l'inversion de l'écart indiquait une plus grande probabilité de récession au cours des 12 à 18 prochains mois. La persistance de l'inversion a changé le discours entourant les banques centrales, passant du nombre de hausses à venir au moment où aura lieu la première baisse des taux. La volatilité demeure élevée dans l'univers des titres à revenu fixe, de nombreux investisseurs examinant chaque mot et chaque point de données. En témoigne l'évolution des rendements, avec une variation de plus de 90 points de base entre le sommet et le creux des obligations d'État à 10 et 30 ans au quatrième trimestre. Les écarts de taux se sont élargis au cours de l'année, ce qui indique que le marché est de plus en plus préoccupé par l'économie, les plus fortes variations ayant été observées dans le secteur des services financiers et des banques. Même si les écarts de taux se sont élargis, ils ne sont pas à des niveaux extrêmes et ont terminé l'exercice légèrement supérieurs à la moyenne de deux et cinq ans.

CONTEXTE DES TITRES À REVENU FIXE

En raison de la forte variation des rendements à l'échelle de la courbe, les titres de un à cinq ans ont affiché un rendement supérieur à celui des titres à moyen et long terme (figure 5). L'indice de référence a affiché un rendement de 0,1 % pour le trimestre et une baisse de 11,7 % pour l'exercice.

Nous avons accru la durée du portefeuille au quatrième trimestre pour qu'elle corresponde à celle de l'indice de référence, et nous privilégions d'autres mesures en ce sens. Nous maintenons une surpondération dans les obligations de sociétés à court terme et les obligations d'État à long terme, en mettant l'accent sur la liquidité et la qualité des titres. Nous chercherons à tirer parti des perturbations dans le marché si des occasions se présentent.

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'intermédiaire 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 2023 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 de toute reproduction à info@barrantagh.com.