

1T23 | MARCHÉS RÉSILIENTS MALGRÉ LA TENSION DÉCOULANT DES HAUSES DE TAUX

CONTEXTE D'INVESTISSEMENT

- Certaines émissions de banques régionales américaines ont initialement ébranlé le marché. L'action rapide de la Réserve fédérale américaine (la « Réserve fédérale ») et l'absence de problèmes systémiques ont apporté un apaisement.

MARCHÉS DES ACTIONS

- L'évolution des attentes de la Réserve fédérale donne un coup de pouce aux actions de croissance à long terme, y compris les titres technologiques à grande capitalisation.

MARCHÉS DES TITRES À REVENU FIXE

- Les obligations se sont montrées volatiles, les marchés étant prompts à réagir à chaque publication de données et à chaque communication de la banque centrale.

CONTEXTE D'INVESTISSEMENT | LA MAUVAISE GESTION DES RISQUES DANS CERTAINES BANQUES RÉGIONALES

PROVOQUE UNE RÉACTION DE LA RÉSERVE FÉDÉRALE

Bien que la campagne de resserrement de la Réserve fédérale soit destinée à contenir l'inflation, le marché est resté attentif aux conséquences imprévues du programme de relance qui ont sérieusement commencé au début de 2022. Il s'est avéré que la faillite, pratiquement du jour au lendemain, d'une banque régionale autrefois réputée de la Silicon Valley (SVB Financial Group [SVB]) à la mi-mars serait un point tournant pour l'examen du système bancaire et pour l'orientation future de la politique de la Réserve fédérale.

La SVB était la banque préférée des entreprises en démarrage de la Silicon Valley. Elle leur permettait de regrouper leurs dépôts en espèces accumulés au fil des ans dans un contexte de financement généreux pour la technologie. La SVB a cherché à tirer parti de sa base de dépôts en investissant dans des obligations gouvernementales à échéance éloignée qui ont accumulé d'importantes pertes non réalisées à la suite de la hausse rapide des taux d'intérêt au cours de la dernière année. La classification de la SVB à titre de banque régionale signifiait que son ratio de capital ne serait touché que lorsqu'une perte serait réalisée, ce qui laissait apparemment le temps d'atténuer le problème. Toutefois, la SVB a été contrainte de cristalliser une partie des pertes précédemment non réalisées pour couvrir les retraits de dépôts, l'environnement de financement des entreprises technologiques étant devenu plus difficile. Ces tendances se sont accélérées au cours de l'année, mettant en évidence un décalage croissant entre l'actif et le passif, ce qui a conduit la SVB à procéder à une augmentation de capital qui a échoué et qui a encore ébranlé sa base de dépôts, essentiellement non assurés. Une banque a ensuite effectué des retraits de 42 milliards de dollars en une seule journée et la SVB a été mise sous séquestre.

Heureusement, la Réserve fédérale a rapidement déployé un certain nombre de mesures pour rétablir la confiance dans le système bancaire et réduire le risque de contagion. Les dépôts ont été garantis à la fois à la SVB et à la Signature Bank (une autre institution financière régionale en difficulté), car

la Réserve fédérale a invoqué une exception au risque systémique en partenariat avec d'autres institutions gouvernementales.

Un programme de financement bancaire temporaire a également été mis sur pied afin de fournir des prêts d'une durée maximale d'un an en fonction de la valeur nominale des titres admissibles, y compris des bons du Trésor. Les semaines suivantes ont également été marquées par une décélération de la baisse des dépôts des banques commerciales (figure 1) et par la vente avec succès d'une grande partie de SVB à First Citizens Bancshares Inc.

Le marché a rapidement considéré les problèmes de SVB et de Signature comme des événements idiosyncrasiques et donc non révélateurs de problèmes systémiques dans le secteur bancaire. Chaque banque a finalement été défaite en raison d'une surexposition à un secteur d'activité particulier et d'une non-concordance entre l'actif et le passif de son bilan. La réforme de la réglementation dans la foulée de la faillite de deux importantes banques régionales américaines est probable, mais il faudra du temps avant qu'elle soit promulguée.

À court terme, nous nous attendons à ce que la réduction de la propension des banques à prendre des risques entraîne un resserrement des normes de prêt et une création de prêts plus lente que prévu, ce qui aura probablement une incidence sur les projections de croissance. Cela dit, les attentes d'une Réserve fédérale beaucoup plus accommodante (figure 2), conjuguées à une inflation potentiellement modérée, donnent à penser que les taux d'intérêt pourraient avoir atteint un sommet. Le marché de l'emploi reste également solide, ce qui, associé à une épargne élevée, permet au consommateur moyen de résister à certains défis supplémentaires de l'économie. D'un point de vue mondial, l'économie européenne est mieux positionnée après avoir évité une crise énergétique au cours de l'hiver, et la Chine n'en est qu'aux premiers stades de la réouverture de son économie après des confinements extrêmes en raison de la COVID-19 qui étaient encore en place à l'automne dernier.

FIGURE 1 : LES MESURES DE LA RÉSERVE FÉDÉRALE RALENTISSENT LA FUITE DES DÉPÔTS

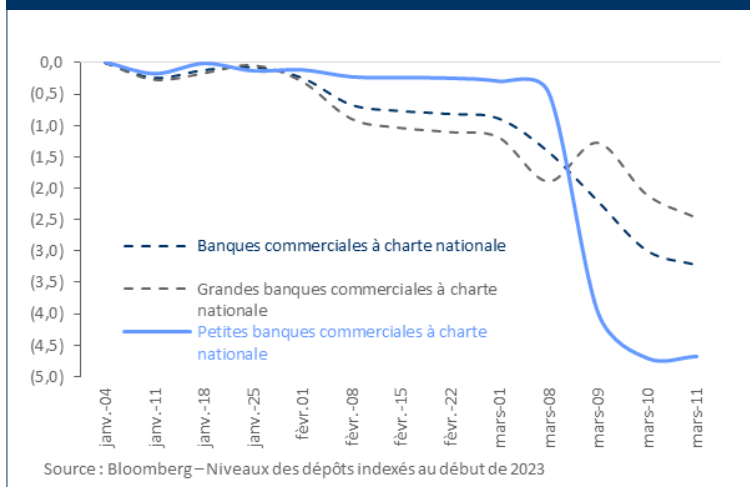
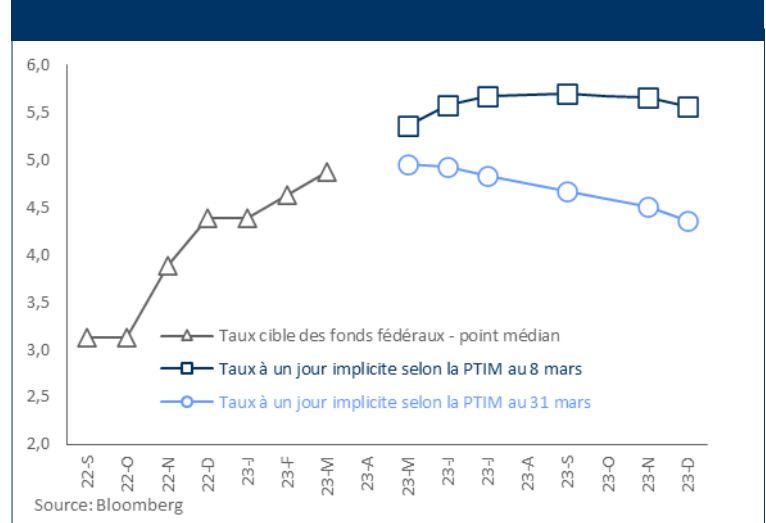


FIGURE 2 : LES MARCHÉS S'ATTENDENT UNE FOIS DE PLUS À UN



MARCHÉS BOURSIERS | LA CHUTE DES TAUX FAIT PLUS QUE CONTREBALANCER L'INCERTITUDE À L'ÉGARD DE LA CROISSANCE

Rendements des indices boursiers			
	1T23 (\$ CA)	1T23 (\$ US)	Cumul annuel 2023 (\$ CA)
Mondiaux (nets)	7.6%	7.7%	Cumul annuel 2023 (\$ US)
Canadiens	4.6%		
Petites capitalisations au Canada	4.5%		

Malgré des indicateurs macroéconomiques contradictoires, les marchés boursiers ont fait preuve de résilience en affichant de solides gains, bien qu'ils aient été assez volatils. L'anticipation de la politique de la Réserve fédérale a d'emblée alimenté l'humeur, la perception d'un pic d'inflation (figure 3) et d'une fin potentielle du cycle de resserrement étant à l'origine des solides gains enregistrés en janvier. Toutefois, des données macroéconomiques moins favorables et la rhétorique ferme de la Réserve fédérale ont entraîné un renversement partiel du rendement en février. Le mois de mars a été marqué par des tensions dans le secteur bancaire, avec la vente forcée de Crédit Suisse et la faillite soudaine de deux banques régionales aux États-Unis, qui ont incité les banques centrales à agir rapidement pour fournir des liquidités, stabiliser les sorties de dépôts et réduire de manière significative le risque de contagion. Ces évolutions ont entraîné une réorientation vers des titres moins cycliques, les actions énergétiques à grande capitalisation en ayant été les principales bénéficiaires.

À l'avenir, la possibilité d'une plus grande prudence dans les pratiques de prêt des banques pourrait freiner les perspectives de croissance. Néanmoins, la confiance des entreprises semble raisonnablement forte et le marché de l'emploi demeure vigoureux. Parmi les autres facteurs de soutien figurent la poursuite de la réouverture de la Chine et la capacité de l'Europe à éviter une crise du gaz naturel.

CADRE DE BIM SUR LES ACTIONS

Compte tenu des problèmes récents dans le secteur bancaire, il est opportun de revoir notre cadre de valeur de qualité pour le secteur financier. Habituellement, les banques les mieux placées pour surclasser le marché au fil du temps sont celles qui affichent de solides ratios de capital, une base de dépôts résiliente et des portefeuilles de prêts et des sources de revenus diversifiés. Bien que la réglementation puisse parfois être considérée comme une contrainte à la rentabilité, elle sert également à se prémunir contre les épisodes de tension périodiques. Soit dit en passant, les banques canadiennes sont assujetties à l'une des réglementations les plus strictes en matière de ratios de capital et d'autres mesures qui ont probablement joué un rôle dans leur rendement supérieur relatif depuis le début de l'exercice par rapport à leurs homologues américaines (figure 4). La Banque TD est dans l'obligation de demander l'approbation de l'acquisition de First Horizon, une banque régionale active dans le sud-est des États-Unis, et pourrait être en mesure de renégocier des modalités plus favorables à la

lumière des événements récents. Les activités existantes de la Banque TD aux États-Unis, ainsi que la dynamique favorable des dépôts et du capital, la placent en bonne position pour absorber First Horizon, malgré la faiblesse actuelle de son placement dans Charles Schwab.

MARCHÉS MONDIAUX

À l'heure actuelle, le marché boursier doute que l'inflation et les taux d'intérêt atteignent bientôt leur sommet (ce qui entraînerait un « atterrissage en douceur » des actions) ou si les taux ont déjà augmenté trop rapidement (ce qui entraînerait un « atterrissage brutal »). La faillite de deux banques régionales a accentué les craintes d'un éventuel ralentissement économique si les prêts devenaient plus restrictifs. Toutefois, les évaluations des titres de valeur sûrs ou de croissance structurelle affichant des bilans sains et moins exposés aux cycles économiques se sont considérablement élargies par rapport au reste du marché, ce qui donne à penser que les prix du marché reflètent déjà une grande part de pessimisme.

Malgré ces préoccupations d'ordre macroéconomique, nous croyons qu'il existe des occasions de placement intéressantes dans notre matrice de valeur de qualité. Bon nombre de sociétés de divers secteurs et régions ont été trop fortement sous-évaluées en raison des préoccupations liées à la croissance à court terme. Nous distinguons deux secteurs qui offrent des occasions particulièrement intéressantes sur le plan du rapport risque-rendement : les sociétés à petite capitalisation de qualité et les entreprises en redressement qui offrent un important potentiel d'autoassistance au-delà du court terme. Comme exemple de petite capitalisation mondiale de qualité, nous détenons des titres de Wabtec, un fournisseur de matériel ferroviaire bien positionné pour bénéficier à la fois d'une reprise à court terme des locomotives de fret et d'autres tendances séculaires à plus long terme que nous décrivons plus en détail dans Pleins feux sur la thèse de BIM concernant les actions. Nous maintenons également un portefeuille bien équilibré qui se diversifie par rapport à certains des risques macroéconomiques existants et qui complète notre processus rigoureux de sélection des titres.

MARCHÉ CANADIEN TOUTES CAPITALISATIONS

Après quelques rebondissements au cours des deux années de procédure d'examen, la fusion de Chemin de fer Canadien Pacifique avec Kansas City Southern et l'acquisition de Shaw par Rogers ont obtenu les approbations finales de leurs organes directeurs respectifs (la clôture étant attendue à la mi-avril pour Chemin de fer Canadien Pacifique et déjà obtenue pour Rogers). À un niveau élevé, la logique industrielle qui sous-tend chaque opération est l'amélioration de l'infrastructure pour faciliter la fourniture d'une offre de services améliorée aux clients existants et potentiels. Le réseau tri-côtier de Chemin de fer Canadien Pacifique permettra un accès direct et plus fluide à un plus grand nombre de destinations, y compris le Mexique, et Rogers pourra tirer parti d'une empreinte plus forte dans l'ouest du Canada pour offrir des services groupés améliorés et des services liés à la 5G, tout en étant mieux placé pour faire des appels d'offres pour des

FIGURE 3 : L'INFLATION DE BASE EST TOUJOURS ÉLEVÉE, MAIS ELLE RALENTIT

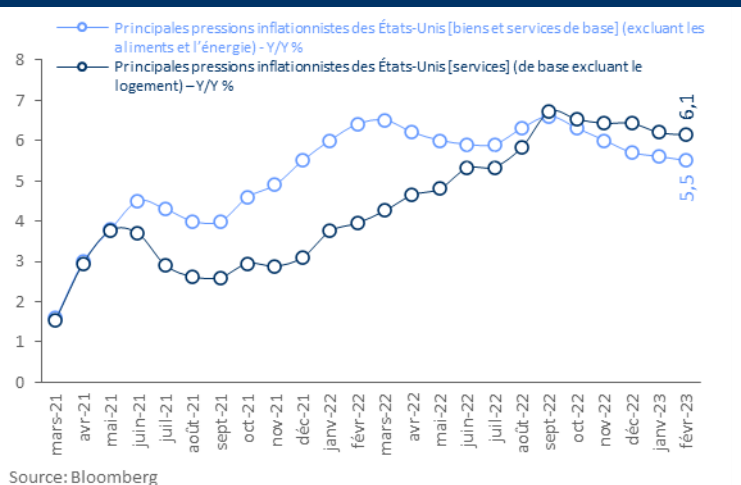
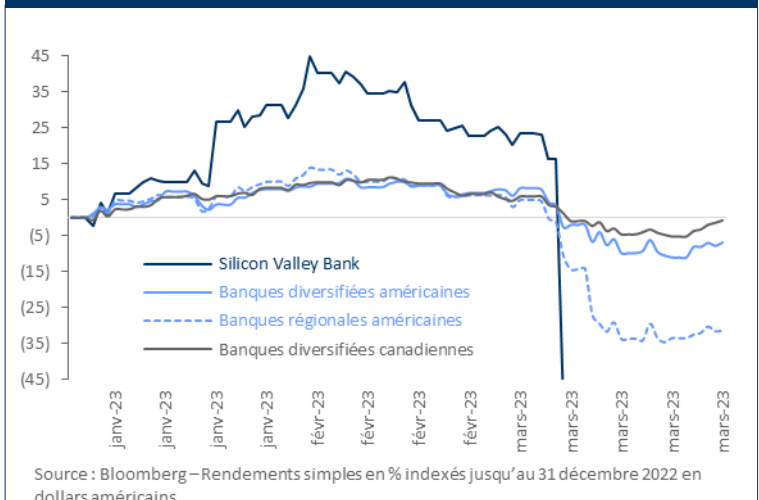


FIGURE 4 : LES ACTIONS DES BANQUES RÉGIONALES SONT LES PLUS TOUCHÉES PAR LES PROBLÈMES DE LA SVB



comptes d'entreprise nationaux. Le niveau d'endettement de chaque société sera élevé à la clôture, et nous croyons que les équipes de direction respectives feront preuve d'une solide exécution pour démontrer les mérites stratégiques des opérations et générer des flux de trésorerie disponibles pour redresser leur bilan.

MARCHÉ CANADIEN DES PETITES CAPITALISATIONS

Malgré une grande volatilité, les marchés boursiers ont enregistré d'autres gains au premier trimestre. La tendance a évolué vers la prise de risques en février et vers la défense (taille, liquidité, stabilité) et la croissance (sur la base de paris selon lesquels les hausses de taux d'intérêt avaient atteint leur point culminant) en mars. Les sociétés à petite capitalisation ont tiré de l'arrière au cours de la période, à l'exception des métaux précieux, alors que la faiblesse du dollar américain, la baisse des attentes en matière de taux d'intérêt et la ruée vers la « sécurité » ont toutes contribué à la hausse des prix de l'or. Ce contexte a été défavorable à notre concentration sur les sociétés à petite capitalisation qui génèrent des flux de trésorerie et dont les titres se négocient à des cours attrayants.

Comme la confiance des investisseurs a fortement changé, certaines sociétés à petite capitalisation de grande qualité ont perdu la cote, offrant des occasions de valorisation attrayantes, par exemple la société Cargojet (CJT), détenue de longue date. Cet ancien titre de haut vol (jeu de mots) a été réduit au fil des ans (plus récemment en février 2021 et en juin 2020 à des prix beaucoup plus élevés) pour gérer la taille de la position étant donné le rythme accéléré auquel CJT a augmenté sa valeur intrinsèque. Aujourd'hui, le marché se concentre uniquement sur le ralentissement du fret, l'intensification de la concurrence internationale et le report des plans d'expansion de la flotte. Nous ne négligeons pas ces défis, mais une vision exagérément pessimiste et à trop court terme fait perdre de vue 1) la force de la franchise (quasi-monopole dans le fret aérien de nuit, contrats à long terme, vents contraires du commerce électronique, etc.) et 2) la forte probabilité que le ciel gris actuel s'éclaircisse. Nous ne pouvons pas

MARCHÉS DES TITRES À REVENU FIXE | LES DISCOURS DE CONFLITS SE SONT TRADUITS PAR UNE VOLTE-FACE DES ATTENTES DU MARCHÉ

Rendements de l'indice des titres à revenu fixe	
	Cumul annuel 2023
Canadiens	3,2 %

Àu début de l'année, les attentes du marché prévoyaient des hausses de 100 points de base de la part de la Réserve fédérale, mais au fur et à mesure que le trimestre avançait, ces hypothèses se sont transformées en projections de baisses de 100 points de base. Dans ce contexte, il n'est pas très surprenant d'apprendre que la volatilité du marché obligataire a atteint des niveaux inégalés depuis de nombreuses années. Cette mesure a augmenté en raison de la dichotomie entre les communications des banques centrales et les données contenues dans les communiqués économiques. Les deux rhétoriques étant soutenues par les marchés, nous nous trouvons au milieu d'un bras de fer entre les deux.

Les données économiques ont commencé à s'assouplir à la fin du trimestre et le taux de croissance de l'inflation a commencé à se modérer, bien que restant élevé. Pour l'avenir, le marché suppose qu'un ralentissement potentiel de l'économie résultant des tensions dans le secteur bancaire régional dues aux faillites de SVB et de Signature Bank fera baisser l'inflation et éliminera la nécessité de nouvelles hausses de taux. Le marché obligataire prévoit actuellement des baisses de taux à compter du deuxième semestre de 2023, mais on s'attend à ces attentes réagissent rapidement à l'évolution future du secteur bancaire régional et à ses relations connexes avec l'immobilier commercial, en plus d'autres manchettes macroéconomiques.

Le discours de la Banque du Canada est resté cohérent, l'inflation restant au centre des préoccupations et la Banque étant résolue à la ramener aux niveaux visés. En plus de gérer l'inflation, les banques centrales s'emploient également à maintenir la stabilité du système financier au moyen de mesures ciblées comme le Programme de financement à terme des banques, qui fournit un soutien en liquidités au secteur bancaire régional et réduit au minimum le risque de contagion.

CADRE DE BIM SUR LES TITRES À REVENU FIXE

Le soutien en liquidités apporté par la Réserve fédérale aux banques

contrôler le moment ni l'ampleur du mouvement de balancier entre l'euphorie et le désespoir, mais nous pouvons essayer d'en tirer parti le cas échéant.

PLEINS FEUX SUR LA THÈSE DE BIM CONCERNANT LES ACTIONS

Wabtec est l'un des principaux fournisseurs de locomotives, de composants et de technologies pour l'industrie des trains de marchandises et de passagers dans le monde entier. Forte d'une part importante du marché nord-américain des locomotives, la société dispose d'un long pipeline de revenus récurrents grâce à son important parc de locomotives et à son offre de services de qualité. De plus, l'adoption croissante du transport en commun à l'échelle mondiale est en partie attribuable aux gouvernements qui cherchent à tirer parti des avantages environnementaux du transport ferroviaire.

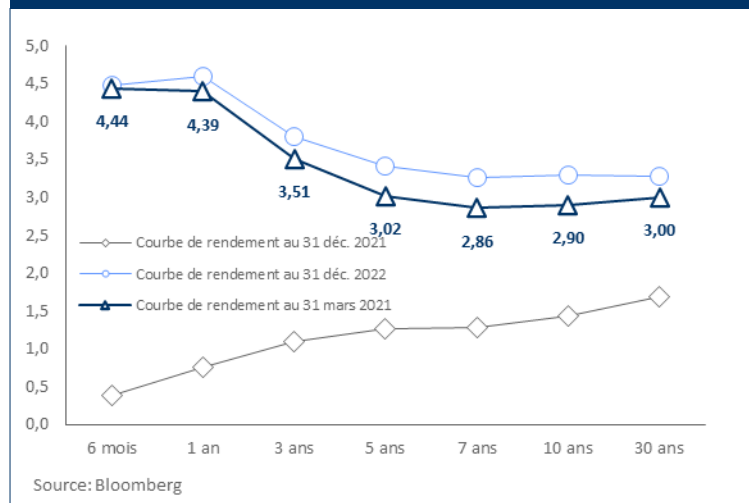
La société est prête à profiter de l'évolution vers l'efficacité énergétique et la décarbonation, les chemins de fer s'efforçant d'atteindre leurs objectifs environnementaux. Elles y parviennent en modernisant leur parc de véhicules diesel, en adoptant des locomotives hybrides à batterie et, à terme, en passant à l'hydrogène. De plus, les produits et logiciels de Wabtec permettent aux chemins de fer d'optimiser l'exploitation de leurs trains. En particulier, leurs systèmes de signalisation permettent de contrôler les trains à l'aide d'algorithmes qui intègrent des fonctions de sécurité et d'accélération ou de rupture adaptées à chaque tronçon de voie.

La direction de la société a fait ses preuves en matière d'exécution, ce qui renforce notre confiance dans la réalisation d'occasions de croissance et d'accroissement supérieur à la moyenne et d'occasions d'expansion des marges au fil du temps. Il existe également un potentiel de reprise des livraisons de locomotives, qui passeraient des niveaux actuellement faibles à la demande de remplacement, ce qui donnerait un coup de pouce à court terme.

régionales a entraîné une baisse des rendements des obligations d'État (figure 5) et un élargissement des écarts de rendement des obligations d'entreprise. En ce qui concerne la volatilité mentionnée précédemment, les rendements ont subi des variations démesurées au cours du trimestre, les obligations d'État affichant une variation de plus de 70 points de base entre leur sommet et leur creux dans les segments de 2, 5 et 10 ans de la courbe.

Les écarts de taux des obligations de sociétés se sont élargis de 25 points de base dans le segment à court terme et de 15 points de base au milieu de la courbe pour toutes les notations. Cette combinaison de la dynamique des taux et des écarts de taux a entraîné un rendement supérieur au milieu de la courbe. Nous viserons à recycler une partie de notre exposition surpondérée aux obligations de sociétés à court terme à mesure que des occasions se présenteront et à conserver nos placements à long terme, qui sont pondérés en fonction des produits gouvernementaux.

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 à info@barrantagh.com de toute reproduction.