

2Q23 | LA MODÉRATION CONTINUE DE L'INFLATION EST ESSENTIELLE À UN ATERRISSAGE EN DOUCEUR

CONTEXTE D'INVESTISSEMENT

- Un atterrissage en douceur reste possible compte tenu de la résilience des consommateurs et de la modération de l'inflation. La réglementation du plafond de la dette aux États-Unis a été un facteur clé d'atténuation des risques.

MARCHÉS DES ACTIONS

- L'engouement pour les technologies de l'information et l'intelligence artificielle (IA) a propulsé les marchés à la hausse, bien que de nombreuses occasions intéressantes existent en dehors des tendances du moment.

MARCHÉS DES TITRES À REVENU FIXE

- Les taux d'intérêt en Amérique du Nord devraient bientôt atteindre un plateau, quand les banques centrales se concentreront sur le taux final.

ENVIRONNEMENT DE PLACEMENT | L'INCERTITUDE DEMEURE, MAIS LES CONDITIONS D'UN ATERRISSAGE EN DOUCEUR SONT EN PLACE

Àu début du deuxième trimestre, les progrès des négociations sur le plafond de la dette américaine et la santé générale du secteur bancaire américain à la suite de la crise bancaire régionale ont été suivis de près. Un accord bipartite visant à relever le plafond de la dette américaine pendant deux ans, incluant des dispositions sur les dépenses acceptables pour les deux parties, a éliminé une distraction potentielle importante sur le marché et a été bien accueilli compte tenu des attentes d'un débat quelque peu litigieux. Par ailleurs, sans donner le feu vert au système dans son ensemble, toutes les plus grandes banques participantes américaines ont réussi le test de résistance annuel de la Réserve fédérale américaine (la « Réserve fédérale »), ce qui est encourageant. Ce résultat nous conforte dans l'idée que les banques de premier plan pourraient au moins résister aux défis économiques dans une période qui reste délicate pour le secteur bancaire.

Bien qu'il y ait toujours des décalages entre les changements de politique et leur incidence sur l'économie dans son ensemble, la résistance persistante des dépenses de consommation a été surprenante compte tenu de l'ampleur et du rythme des hausses de taux adoptées jusqu'à présent. **Le resserrement des marchés de l'emploi, l'aide financière offerte dans le cadre de la pandémie et le refinancement possiblement judicieux des emprunts hypothécaires américains à des taux favorables semblent avoir stimulé les finances personnelles. En effet, selon la mesure du service de la dette des ménages par rapport au revenu disponible, les consommateurs américains subissent moins de pression aujourd'hui par rapport à avant la pandémie (figure 1).**

Si les taux d'intérêt actuellement élevés auront certainement une incidence sur les dépenses de consommation avec le temps, il faut espérer que la transition se fera progressivement et non pas brutalement. **Il est à noter que le taux de croissance des dépenses en biens a commencé à ralentir au second semestre de 2022, tandis que les dépenses en services ont maintenu un rythme de croissance stable d'une année à l'autre pendant une période prolongée (figure 2).** Il semblerait que les

consommateurs continuent de rechercher les expériences après avoir eu peu d'occasions de le faire ces dernières années.

Les données récentes sur le marché du travail ont généralement été meilleures que prévu, bien que les mises à jour sur le secteur manufacturier aient été plutôt ternes, le secteur des biens absorbant une partie de la réduction des stocks et s'alignant sur les préférences actuelles des consommateurs. Il n'est donc pas surprenant que les économies axées sur l'exportation, comme celle de la Chine, aient vu leur croissance s'essouffler par rapport aux prévisions faites au début de l'année civile. La Chine a également connu des difficultés internes qui, associées aux conditions qui affectent actuellement les exportations, ont incité la banque centrale à réduire ses taux et les décideurs politiques à envisager de nouvelles mesures de relance. Ces derniers ont fait savoir que de nombreuses mesures étaient envisagées, allant d'une réforme supplémentaire du marché immobilier à des soutiens de l'industrie manufacturière, et l'on s'attend à en savoir plus à ce sujet après la prochaine réunion du bureau politique en juillet.

Les commentaires de la Réserve fédérale suggèrent une nouvelle hausse des taux en juillet et contribuent à l'inversement marqué de la courbe de rendements qui a été un indicateur fiable des récessions passées. Pourtant, l'ampleur d'un éventuel ralentissement de l'activité économique est incertaine, plusieurs facteurs laissant présager un impact modéré ou un atterrissage en douceur. L'inflation globale semble avoir largement dépassé son sommet dans de nombreux marchés développés, l'inflation de base s'étant révélée plus persistante, bien qu'elle montre des signes de retour à un niveau plus modéré même si elle dépasse actuellement les niveaux ciblés. Parmi les autres mesures d'atténuation des risques, l'entente sur le plafond de la dette aux États-Unis et l'amélioration du flux des nouvelles concernant le secteur bancaire américain susmentionnées pourraient contribuer à une décélération ordonnée que les marchés pourraient plus facilement absorber.

FIGURE 1 : LES FINANCES DES CONSOMMATEURS SE MAINTIENNENT BIEN

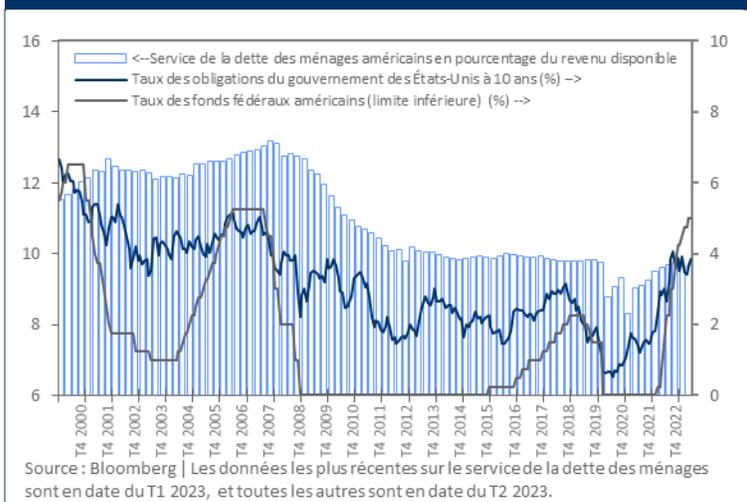
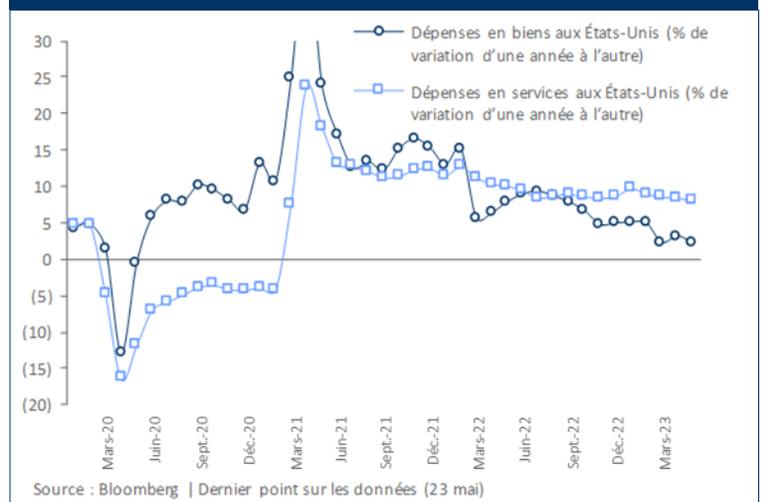


FIGURE 2 : LES SERVICES ATTIRENT LES PORTEFEUILLES DES



Rendements des indices boursiers	T2 2023 (\$ CA)	T2 2023 (\$ US)	Cumul annuel 2023 (\$ CA)	Cumul annuel 2023 (\$ US)
Mondiaux (nets)	4,5 %	6,8 %	12,4 %	15,1 %
Canadiens	1,1 %		5,7 %	
Petites capitalisations au Canada	-4,6 %		-0,3 %	

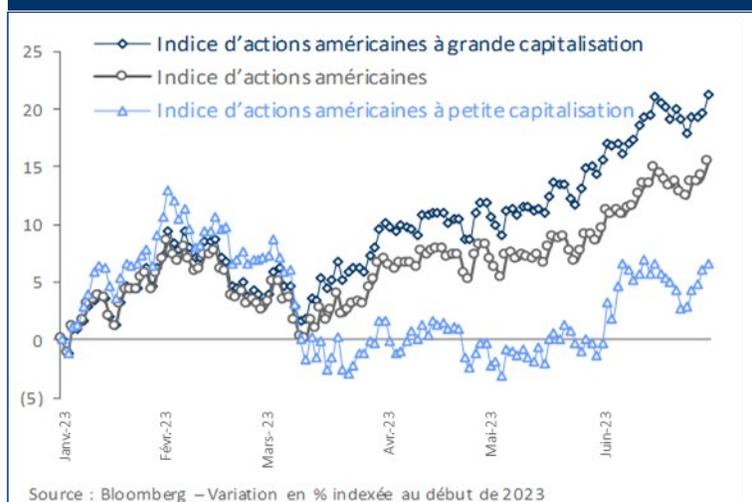
Une fois encore, les actions de sociétés technologiques ont volé la vedette au cours du trimestre, car les attentes d'un cycle de taux à son apogée et la couverture étendue du potentiel de croissance de l'intelligence artificielle ont suscité de plus en plus d'intérêt. Sur les marchés mondiaux, les sept titres technologiques qui ont le plus contribué au rendement ont représenté plus de la moitié du rendement total de l'indice au deuxième trimestre et depuis le début de l'exercice. Ce leadership étroit du marché a été rendu possible par le fait que chacun de ces sept titres constituants avait à la fois une forte capitalisation (ou plus exactement une mégacapitalisation) et un rendement nettement supérieur à celui de l'action médiane de l'indice. Depuis le début de l'exercice, le secteur des technologies de l'information a également eu une incidence notable sur le marché canadien, quoique moins prononcée que celle qu'il a eue dans le contexte mondial. L'avenir dira si les résultats réels seront à la hauteur du battage médiatique et, d'ici là, la recherche de titres dans d'autres secteurs ou dans différents domaines du spectre de la capitalisation boursière offre un terrain fertile pour la chasse aux bonnes occasions de placement (figure 3).

CADRE DE BIM SUR LES ACTIONS

Les marchés financiers peuvent parfois avoir une vision à court terme, extrapolant un phénomène temporaire à long terme. Cette dynamique peut offrir des occasions, car les titres de sociétés de qualité supérieure pourraient être mal évalués si des difficultés temporaires étaient considérées comme la nouvelle norme et étaient intégrées aux prévisions pour les années à venir. Les pressions sur les coûts et les perturbations de la chaîne d'approvisionnement ont duré plus longtemps que beaucoup ne l'avaient prévu, bien que les signes de retour à un niveau plus modéré de l'inflation se multiplient, ce qui laisse présager un soulagement à court terme des industries qui subissent toujours ses effets persistants (figure 4).

Une recette pour des rendements potentiellement démesurés peut se présenter à l'intersection d'une sous-évaluation et d'une inflexion dans les résultats d'exploitation. Il faut faire preuve de patience pour saisir une telle occasion, car trouver le bon trimestre pour investir repose davantage sur la chance que sur l'habileté. Toutefois, la compréhension de la dynamique d'un secteur d'activité, d'une entreprise et de son équipe de direction en particulier peut donner la confiance nécessaire pour investir des capitaux dans un titre donné dans l'idée qu'un changement positif se produira « à tel moment » et non « à telle condition ». Nous considérons Premium Brands comme un exemple de cette situation et développons cet argument dans la rubrique « PLEINS FEUX SUR LA THÈSE DE BIM CONCERNANT LES ACTIONS » ci-dessous.

FIGURE 3 : CORRÉLATION DES RENDEMENTS ET DE LA TAILLE DEPUIS



MARCHÉS MONDIAUX

La vigueur des titres technologiques est demeurée un thème dominant au cours du trimestre, bien que les sociétés qui peuvent bien fonctionner sur le plan opérationnel et stimuler la croissance des ventes et l'accroissement des marges devraient également attirer l'attention des investisseurs, peu importe leur classification sectorielle. Les thèmes séculaires positifs ne sont pas exclusifs au secteur de la technologie, et des occasions intéressantes se présentent dans un certain nombre d'autres secteurs dont les titres pourraient ne pas être négociés selon les évaluations élevées de ceux qui dominent les manchettes.

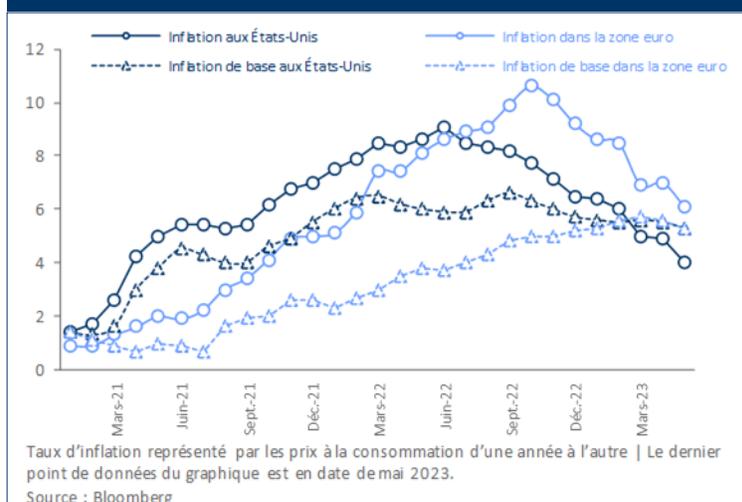
Parmi ces secteurs figure celui des appareils médicaux, dont les sociétés ont été touchées au cours des dernières années par les perturbations de l'approvisionnement et les pénuries de personnel dans les hôpitaux, bien qu'elles connaissent un soulagement et que la demande refoulée pour les interventions qui ont été reportées pendant la pandémie demeure forte. Boston Scientific dispose d'une gamme diversifiée d'offres sur de nombreux marchés finaux et d'un solide historique d'innovation soutenant le lancement de nouveaux produits, et concentre son portefeuille sur ses segments à la croissance la plus rapide. Cette société est également bien placée pour profiter de la tendance continue des interventions transférées vers les services hospitaliers externes et les cliniques chirurgicales ambulatoires. Son aptitude à trouver des acquisitions de sociétés de qualité supérieure à petite échelle a été un élément important de sa stratégie d'allocation du capital au fil du temps, ses deux opérations les plus récentes étant l'achat d'Acotec Scientific Holdings (dans laquelle elle détient une participation majoritaire) et d'Apollo Endosurgery.

MARCHÉ CANADIEN TOUTES CAPITALISATIONS

Dans notre publication du quatrième trimestre de 2022, nous avons formulé des commentaires sur l'augmentation par l'organisme de réglementation bancaire des ratios de fonds propres imposés au groupe par un ajustement de la réserve pour stabilité intérieure (augmentation de 50 points de base à 3,0 % à l'intérieur d'une fourchette révisée à la hausse de 0,0 % à 4,0 %). Au mois de juin, cette politique a fait l'objet de son examen semestriel et, encore une fois, par excès de prudence, l'organisme de réglementation a décidé d'augmenter la réserve de 50 points de base pour la porter à 3,5 %, avec une date limite de mise en œuvre fixée au 1^{er} novembre (fixant en fait un ratio du capital de première catégorie minimal de 11,5 %).

Toutes les grandes banques sont bien placées pour dépasser cette exigence (en particulier la Banque TD, depuis l'annulation de son projet de fusion avec First Horizon), bien que la détention de capitaux plus importants ait une incidence sur les rendements pouvant être obtenus sur les capitaux propres. Cela dit, les ratios de fonds propres plus élevés offrent également une protection contre tout scénario économique négatif ou tout autre développement imprévu et contribuent à faire des banques canadiennes des valeurs refuges par rapport à leurs homologues mondiales.

FIGURE 4 : SIGNES SUPPLÉMENTAIRES D'UNE MODÉRATION



MARCHÉ CANADIEN DES PETITES CAPITALISATIONS

Le deuxième trimestre a été marqué par une volatilité continue et les actions canadiennes ont accusé un retard par rapport aux indices mondiaux. Les indices de référence des sociétés canadiennes à grande et à petite capitalisation sont en baisse de 2 % et de 8 % par rapport à leurs sommets respectifs depuis la reprise en janvier, et les sociétés à petite capitalisation ont été à la traîne par rapport à leurs homologues à plus grande capitalisation pendant le marché haussier actuel des sociétés technologiques à mégacapitalisations alimentées par l'IA. Selon une répartition de plus de 400 titres canadiens cotés entre les catégories de capitalisation boursière petite (moins de 750 millions de dollars), moyenne (de 750 millions de dollars à 4 milliards de dollars) et grande (supérieure à 4 milliards de dollars), nous remarquons un écart de rendement marqué en fonction de la taille, tant sur une période cumulative (cumul annuel) que sur la période des 12 derniers mois (les titres des sociétés à petite capitalisation ont enregistré une baisse de 2 % depuis le début de l'année et de 4 % au cours des 12 derniers mois; les titres des sociétés à moyenne capitalisation ont augmenté de 4 % depuis le début de l'année et de 10 % au cours des 12 derniers mois; et les titres des sociétés à grande capitalisation ont augmenté de 10 % depuis le début de l'année et de 19 % au cours des 12 derniers mois). Les titres ayant affiché le meilleur rendement étaient ceux d'une stratégie d'haltères : les titres d'entreprises technologiques évaluées à des multiples élevés et d'entreprises très sensibles aux cycles économiques, soit deux types de sociétés dans lesquelles nous n'investissons généralement pas.

Lorsque la tendance s'éloigne temporairement d'un certain style de placement ou d'attribut, l'envie de « poursuivre » le rendement peut être forte. La philosophie « qualité-valeur » de Barrantagh imprègne tout ce que nous faisons. Notre objectif est d'analyser objectivement les fondamentaux et de repérer les grandes entreprises aux prix intéressants, exploitées par des dirigeants compétents et capables de se développer et de prospérer au fil du temps. Nous n'avons aucun contrôle sur les multiples du marché, les

scénarios dominants ou les fluctuations des tendances. Nous pouvons toutefois adopter une perspective à plus long terme, contrôler les prix auxquels nous achetons et laisser la capitalisation jouer en notre faveur. Comme un élastique tendu, les fondamentaux à moyen terme ne peuvent être ignorés indéfiniment avant de revenir brusquement à la « réalité ».

PLEINS FEUX SUR LA THÈSE DE BIM CONCERNANT LES ACTIONS

Premium Brands est une entreprise canadienne de produits alimentaires spécialisés qui fabrique des produits alimentaires artisanaux à grande échelle. L'acquisition de sociétés entrepreneuriales et la fourniture des ressources nécessaires à leurs dirigeants pour concrétiser leurs ambitions constituent une force de la direction, qui favorise une solide croissance organique du volume basée sur l'innovation au fil du temps.

Cette société a rencontré certains de ses plus grands succès grâce à sa plateforme de sandwiches, qui permet à ses clients d'offrir d'excellents produits déjà préparés tout en économisant sur leurs propres besoins en main-d'œuvre. En effet, Premium Brands ne fournit pas seulement un produit, mais aussi une solution. Dans cette veine, il est à noter que la société a maintenu d'excellents taux de remplissage durant les difficultés de la chaîne d'approvisionnement des dernières années afin de mieux servir ses clients tout en absorbant certains coûts supplémentaires et en conservant des stocks de réserve. Ces décisions ont eu une incidence sur ses marges, ses flux de trésorerie disponibles et son rendement du capital investi pendant un certain temps, mais elles ont aussi grandement contribué à rehausser la réputation de la société et la placent en bonne position pour saisir des occasions de croissance exceptionnelles avec ses partenaires à l'avenir. Dans sa lettre annuelle aux actionnaires des années passées, Premium Brands adopte une stratégie à long terme pour maximiser la valeur intrinsèque de l'entreprise.

Alors que les contraintes d'approvisionnement s'atténuent, que ses initiatives internes commencent à porter leurs fruits et que la normalisation des stocks améliore le cycle de conversion de sa trésorerie, son avenir semble prometteur.

MARCHÉS DES TITRES À REVENU FIXE | LE CYCLE DE HAUSSE DES TAUX EN AMÉRIQUE DU NORD TOUCHE-T-IL À SA FIN?

Rendements de l'indice des titres à revenu fixe

	T2 2023	Cumul annuel 2023
Canadiens	-0,7 %	2,5 %

Au cours du deuxième trimestre 2023, les inquiétudes concernant la crise bancaire régionale se sont apaisées et la question du plafond de la dette a été résolue, ce qui a recentré l'attention des marchés sur le rythme des progrès réalisés par les banques centrales dans le cadre de leurs efforts pour ramener l'inflation vers les niveaux ciblés. **La Banque du Canada a relevé ses taux en juin après deux pauses consécutives, et la Réserve fédérale a offert au marché une pause du resserrement de la politique monétaire. Les deux banques centrales se concentrent maintenant sur le taux final approprié et non plus sur la rapidité et l'ampleur des hausses de taux, ce qui indique que nous approchons probablement des dernières étapes du processus de resserrement, à moins que des résultats inattendus figurent dans les prochaines publications de données économiques.**

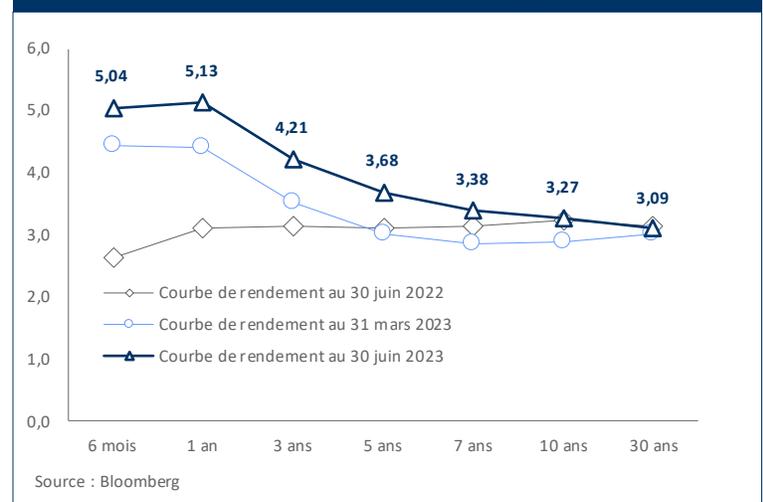
La Banque du Canada suit trois mesures de l'inflation, à savoir l'inflation de base, l'inflation médiane et l'inflation tronquée (autrement dit l'inflation de base à l'exclusion des résultats extrêmes). Toutes les mesures ont tendance à baisser et sont inférieures à 4 % au cours du trimestre, mais elles restent élevées en termes absolus. À la fin du trimestre, les marchés ont pleinement tenu compte d'une hausse supplémentaire des taux au Canada et aux États-Unis, ainsi que de la possibilité d'une autre telle hausse avant la fin de l'exercice, après quoi les communications des banques centrales ont laissé entendre que les taux allaient se stabiliser pendant un certain temps, alors que le marché prévoit une baisse dès le premier trimestre de 2024.

La volatilité du marché des taux reste un thème récurrent, les taux d'intérêt connaissant des variations de plus de 100 points de base entre leur sommet et leur creux dans la partie à court terme (1 à 5 ans), de 75 points de base dans la partie à moyen terme (5 à 10 ans), et de 40 points de base dans la partie à long terme (10 ans et plus) de la courbe (figure 5). Au cours du trimestre, nous avons également constaté un resserrement des écarts de crédit de 10 à 15 points de base sur l'ensemble de la courbe. Au début du trimestre, notre portefeuille était sous-pondéré dans les segments à court et à moyen terme de la courbe, et surpondéré dans les obligations de sociétés, tirant parti des fluctuations des taux et des écarts de taux.

CADRE DE BIM SUR LES TITRES À REVENU FIXE

Avant la fin du trimestre, nous avons apporté certains changements au portefeuille afin de combler notre sous-pondération dans les segments à court et à moyen terme de la courbe et de réduire notre exposition aux obligations de sociétés. Notre modèle est actuellement neutre par rapport à notre indice de référence en ce qui a trait au risque de taux d'intérêt, et nous maintenons une surpondération des obligations de sociétés, quoique dans une moindre mesure par rapport au début du trimestre. Notre exposition aux obligations de sociétés demeure à court terme et repose principalement sur des émetteurs bien connus et liquides, ce qui nous permet de transformer ces échéances à court terme en occasions qui peuvent être créées par des perturbations du marché. Notre exposition aux obligations d'État (provinciales et fédérales) se situe principalement dans la partie à long terme de la courbe.

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.