

Commentaire du gestionnaire

Aman Budhwar, CFA

Survol du marché : l'inflation demeure au centre des préoccupations

Le taux d'inflation globale de la plupart des pays développés a considérablement reculé depuis l'automne, mais le taux de base — qui exclut certaines catégories plus volatiles comme l'énergie et les aliments — demeure aussi élevé, ou presque, qu'il ne l'a été depuis des décennies. Ce taux soutenu, considéré comme un meilleur indicateur des pressions sous-jacentes, soulève des inquiétudes et on se demande si les banques centrales réussiront à atteindre leur taux d'inflation cible sans porter atteinte à la croissance.

En mai, l'indice canadien des prix à la consommation a grimpé de 3,4 % par rapport à pareille date l'an passé. Ce taux, qui est le plus bas en deux ans et inférieur à celui de 4,4 % d'avril, se compare avantageusement à celui de l'an passé alors qu'au début de 2022 le prix des marchandises avait explosé lors de l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Cependant, l'inflation de base se situe tout juste sous les 4 % sur une base annualisée. De même, aux États-Unis, où la Fed prend surtout en compte le taux d'inflation de base, l'indice des prix pour les dépenses personnelles a grimpé de 3,8 % en un an.

La Banque du Canada, inquiète que l'inflation puisse se stabiliser très au-dessus de sa cible de 2 %, a relevé son taux directeur à 4,75 % en juin, mettant ainsi fin à une accalmie qui avait suivi huit majorations entre mars 2022 et janvier 2023. Pour sa part, le mois passé, la Fed a maintenu le taux de référence de ses fonds fédéraux à l'intérieur d'une fourchette de 5 % à 5,25 %. Il s'agissait d'une première pause après 10 augmentations successives depuis mars 2022. Toutefois, presque tous les administrateurs présents à la réunion pensent qu'il sera nécessaire de rehausser encore les taux. Selon l'estimation publiée dernièrement par la Réserve fédérale américaine, les décideurs croient que l'économie des États-Unis s'améliorera de 1 % cette année et de 1,1 % l'an prochain. Le taux de chômage atteint 4,5 %, alors qu'il était de 3,6 % en juin.

À ce jour, les dépenses des consommateurs canadiens ont mieux tenu le coup qu'escompté malgré la forte inflation. On peut en remercier le fait qu'ils aient économisé durant la pandémie de COVID-19 et que la population ait augmenté (de 2,7 % à un taux annualisé). Toutefois, un ralentissement commence à se faire sentir. Les dépenses des consommateurs se sont accrues de 5,7 % au premier trimestre de 2023, mais les ventes au détail n'ont progressé que 1,1 % en avril par rapport à pareille date l'an passé, contre 2,4 % en mars, et les prévisions préliminaires pour mai font état d'un gain de 0,5 %.

Les entreprises avec lesquelles nous avons discuté commencent à observer un changement dans les dépenses des consommateurs dont le revenu disponible continue d'être rongé par l'inflation. Ainsi, sur le plan des aliments dont les prix ont été majorés de 9 % en mai sur une base annuelle, on rapporte que les consommateurs délaissent la viande rouge au profit de la viande blanche. Même le secteur de l'alimentation pour animaux de compagnie, qui enregistrait précédemment un progrès de 7 % à 8 %, n'est pas insensible à ce ralentissement.

À cause de l'incertitude, les petites entreprises ont moins bien fait par rapport aux grandes capitalisations dont l'indice S&P/TSX a affiché un rendement total de 1,1 % au cours du trimestre, alors que l'indice S&P TSX des petites capitalisations s'est incliné à -3,8 %. La performance notamment du secteur des matériaux, dont la pondération est plus importante dans l'indice des petites capitalisations, a eu un effet négatif sur celles-ci durant le trimestre. De même, aux États-Unis, le rendement total de l'indice Russell 2000 s'est arrêté à 5,2 % tandis que le Russell 1000 a poursuivi sa course jusqu'à 8,6 %. Les gains inscrits par l'indice des grandes capitalisations sont venus des titres d'une poignée de grandes pointures technologiques, en raison surtout de l'enthousiasme entourant l'intelligence artificielle. Les principaux gagnants du trimestre ont été Meta Platforms (+35,4 %), la société mère de Facebook, et Nvidia (52,3 %). Les autres poids lourds de l'index, Microsoft (18,3 %) et Apple (17,8 %), ont également bien tiré leur épingle du jeu quant à leur rendement total. En revanche, l'indice des petites capitalisations s'est retrouvé sous pression à cause notamment du fort déclin des actions des banques régionales, qui ont perdu 8,2 % durant le trimestre.

Par conséquent de leur faible résultat, les petites capitalisations coûtent moins cher que d'autres catégories du marché. L'indice Russel 2000 se négocie à 11,1 fois le ratio cours/bénéfices en espèces et à 2,0 fois la valeur comptable, contre respectivement 13,9 fois et 4,1 fois pour le Russell 1000.

« Nous trouvons au Canada des occasions d'investir attrayantes en lien avec la transition énergétique et le rapatriement de la production. »

Rendement du portefeuille

Le Fonds de dividendes à petite et moyenne capitalisation Pender a terminé le trimestre avec un rendement total de 2,1 %¹, surpassant celui de 1,1 % de l'indice S&P TSX et celui de -3,8 % de l'indice des petites capitalisations S&P TSX.

Nous avons apporté plusieurs changements au portefeuille au cours du trimestre et y avons judicieusement ajouté des capitaliseurs de grande qualité aux valeurs attrayantes. Parmi ces ajouts se trouve EQB Inc. (TSX : EQB), la banque « challenger » du Canada, dont le titre avait été injustement pénalisé de concert avec ceux des banques régionales américaines. Le fait qu'elle soit axée sur le très intéressant marché bancaire personnel et commercial canadien lui a permis d'enregistrer en continu un rendement en matière de capitaux propres ordinaires tournant autour de la quinzaine et une capitalisation de la valeur comptable de 15 % au cours des dix dernières années, ce qui en a fait pour cette période le chef de file des banques canadiennes sur le plan rendement pour les actionnaires.

Pendant le trimestre, nous avons pris une position dans Stella-Jones Inc. (TSX : SJ). Il s'agit du plus important producteur de bois traité sous pression, et il approvisionne les plus grandes entreprises d'électricité et de télécommunications de l'Amérique du Nord (40 % des ventes). Stella Jones fabrique également des traverses de chemin de fer de classe 1 dont ont besoin les compagnies ferroviaires d'intérêt local et commercial (24 % des ventes),

¹Parts de catégorie F du Fonds. D'autres catégories de parts sont offertes. Celles-ci pourraient présenter des frais et des rendements différents.

ainsi que du bois d'œuvre traité de première qualité pour la construction résidentielle, des matériaux composites et des accessoires pour terrasses destinés aux détaillants nord-américains (24 % de ventes). Les produits industriels et le commerce de bois rond et de bois d'œuvre forment les 12 % de vente restants. Il est raisonnable de penser que Stella Jones est promise à un bel avenir puisque les entreprises de services publics s'apprêtent à faire des dépenses sans pareil depuis des décennies afin de remplacer les équipements désuets, se préparer à l'explosion de la demande provoquée par l'adoption des véhicules électriques et consolider leurs systèmes pour faire face aux conditions météorologiques intenses liées au changement climatique. Edison Electric Institute, un regroupement professionnel d'entreprises électriques, prévoit que les services publics vont investir à peu près 159 milliards \$ en 2023 et 155 milliards \$ en 2024, c'est-à-dire plus qu'en toute autre année depuis 2000, date à laquelle l'organisme a commencé à colliger les dépenses. Les sociétés de télécommunications gonflent elles aussi leur budget en immobilisations en vue de la multiplication des réseaux 5G, des connexions résidentielles par fibre optique et de diverses mises à niveau de l'accès Internet à haut débit.

Un autre nouveau venu, Premium Brands Holdings Corp. (TSX : PBH), est une entreprise de fabrication et de distribution de produits alimentaires principalement sur le marché nord-américain. Elle s'enorgueillit de vendre des produits différenciés que le consommateur choisit non pas en fonction du prix, mais en fonction de la qualité, de la commodité, de la santé et du style de vie, comme ceux du segment commercial Speciality Food (alimentation spécialisée) (62 % des ventes). Elle offre aussi des solutions spécialisées et logistiques uniques dans le segment commercial Premium Food Distribution (distribution alimentaire haut de gamme) (38 % de ventes). Au cours des 10 dernières années, Premium Brands a produit un flux de trésorerie disponible par part à un taux de croissance annuel composé de 11 %, et la direction prévoit l'amélioration de la croissance organique dans les cinq prochaines années, car elle disposera d'une capacité de production accrue qui pourra répondre à la forte demande, notamment pour la préparation de sandwiches.

La récente campagne d'appel de fonds de NFI Group Inc. (TSX : NFI) nous a donné l'occasion d'augmenter notre participation dans le titre. NF est un fabricant mondial d'autobus et d'autocars qui se trouve au premier rang de l'évolution vers la mobilité à zéro émission. Après quelques années difficiles dues à des problèmes d'approvisionnement, NFI va selon nous connaître des temps meilleurs, car la demande pour ses produits ne faiblit pas et la chaîne d'approvisionnement reprend graduellement son fonctionnement normal. On prévoit que son montage financier sera bientôt finalisé, ce qui nous porte à croire que NFI devrait retrouver sa santé d'avant 2020 et des retours sur investissement supérieurs à 10 %. Le fait que l'un de ses principaux concurrents ait récemment décidé de se retirer du marché des États-Unis lui donne un avantage compétitif et devrait l'aider à accroître sa part du marché.

Perspectives

Bien que notre processus soit de nature ascendante et axé sur l'acquisition pour le long terme d'entreprises exceptionnelles, nous sommes conscients que des facteurs macro-économiques risquent d'influencer le comportement de nos entreprises. Nous nous attendons à ce que la croissance économique essuie un revers si les banques centrales s'entêtent à hausser les taux, car cela va retarder la reprise de l'activité commerciale. Les consommateurs vont sans doute dépenser moins parce que les économies engrangées

pendant la pandémie de la COVID-19 vont fondre et que leur optimisme sera miné par le chômage croissant.

Nous trouvons au Canada des occasions d'investir attrayantes en lien avec la transition énergétique et le rapatriement de la production. En ce sens, les fonds fédéraux des États-Unis continuent d'affluer grâce à la CHIPS and Science Act (touchant à la recherche et à la fabrication de semi-conducteurs) et à la Loi sur la réduction de l'inflation adoptée il y a un an et qui a fourni l'année passée des centaines de milliards de dollars pour stimuler la production d'énergie renouvelable et la fabrication de semi-conducteurs. Selon le département du commerce américain, les dépenses en matière de construction de centres de production ont grimpé en mai de 76 % par rapport à l'an passé et ont représenté au premier trimestre de 2023 près de 0,5 % du produit intérieur brut, un pourcentage inégalé depuis 1991.

Aman Budhwar, CFA
July 10, 2023