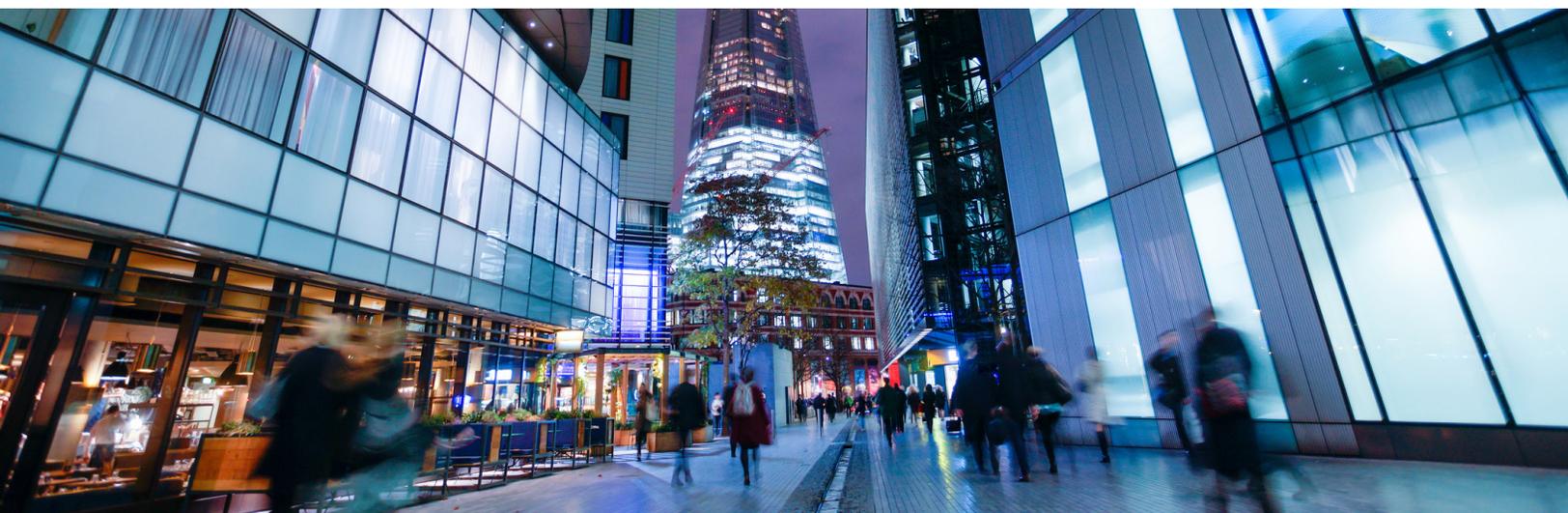




**Résister aux pressions
inflationnistes et au
ralentissement de
l'économie**



Le taux de volatilité au cours des cinq premiers mois de 2022, associé à un contexte macroéconomique toujours incertain, nous a incités à adopter une approche prudente dans notre positionnement sectoriel depuis le début de l'année. Deux grandes préoccupations nous amènent à penser qu'une approche prudente en matière de crédit s'impose dès maintenant :

1

Une inflation incertaine mise en évidence par les éléments suivants :

- La hausse généralisée du coût des matières premières et des produits de base, attribuable à la hausse de la demande et aux perturbations touchant la chaîne d'approvisionnement, et exacerbée par les confinements causés par la COVID-19;
- La hausse importante du coût de la main-d'œuvre fait en sorte qu'il est difficile pour les entreprises d'embaucher suffisamment de travailleurs pour répondre à la demande croissante de biens et de services dans un contexte de reprise économique.

2

Une croissance économique incertaine mise en évidence par les éléments suivants:

- La croissance qui s'est poursuivie pendant la pandémie de COVID-19 et les dépenses en immobilisations importantes engagées par les entreprises au cours des deux dernières années pourraient se révéler excessives et entraîner un risque à la baisse des projections de bénéfices à long terme.
- L'affaiblissement de la demande des consommateurs, malgré l'ajout de près de 2 billions de dollars de capital excédentaire à leur situation financière au cours des dernières années, commence à faire en sorte que l'inflation gruge leur portefeuille et ébranle leur assurance à l'égard des dépenses discrétionnaires.

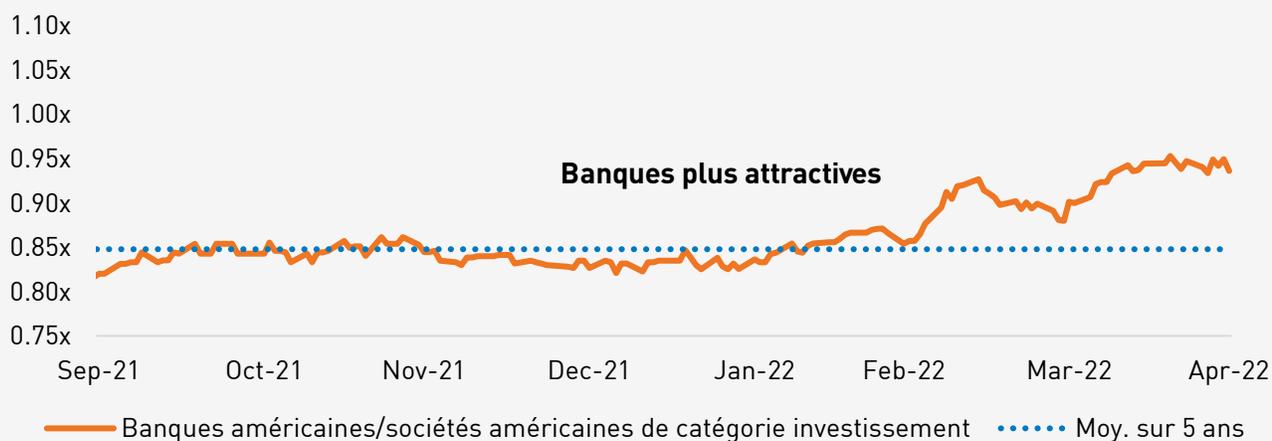
Compte tenu de ces risques, nous trouvons de la valeur dans des entreprises plus résilientes, ce qui nous permet d'obtenir des rendements plus élevés sur le marché actuel sans nécessairement nous exposer à un risque de crédit qui, selon nous, n'est pas compensé à ce stade du cycle.

Exemple 1: Déceler de la vigueur dans les banques

À l'aube de ce ralentissement, les banques américaines présentent des données fondamentales solides par rapport aux cycles précédents. À ce jour, les bilans des banques sont globalement positifs, grâce à des portefeuilles de prêts de grande qualité, à de faibles taux de pertes sur prêts et de défaillances, ainsi qu'à des niveaux élevés de réserves, de capital et de liquidités. Les banques ont également diversifié leurs activités, soit à l'interne, soit par le biais de fusions et d'acquisitions, et elles ont élargi leurs secteurs d'activité à honoraires afin d'offrir des flux de rentrées plus stables et d'aider à gérer la rentabilité tout au long des cycles.

Les banques américaines semblent également attrayantes du point de vue de la valorisation, car l'offre est concentrée depuis le début de l'année a entraîné une sous-performance par rapport à l'ensemble du marché des titres de qualité supérieure. Dans la perspective d'un ralentissement des émissions au second semestre de l'année, des facteurs techniques devraient soutenir les valorisations relatives.

Ratio des écarts des Banques US vs les écarts de l'indice US IG



Source: ICE BofAML. Données d'avril 29th, 2022

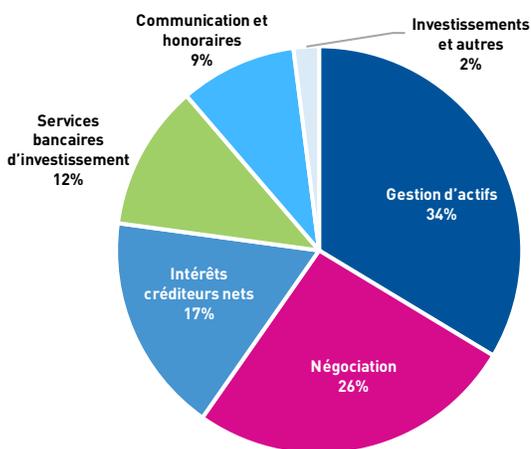
Bien que l'environnement macroéconomique présente plusieurs risques, notamment les problèmes liés à la chaîne d'approvisionnement, l'inflation élevée et les risques géopolitiques croissants, les conditions entourant l'exploitation des banques demeurent favorables, compte tenu de la hausse des taux d'intérêt et de la croissance soutenue des prêts. Par conséquent, nous prévoyons que leur rentabilité demeurera solide à court terme. Nous privilégions particulièrement les banques américaines axées sur le marché intérieur, qui disposent de sources de revenus stables et diversifiées, et qui maintiennent des réserves de fonds propres substantielles au-delà des exigences réglementaires.



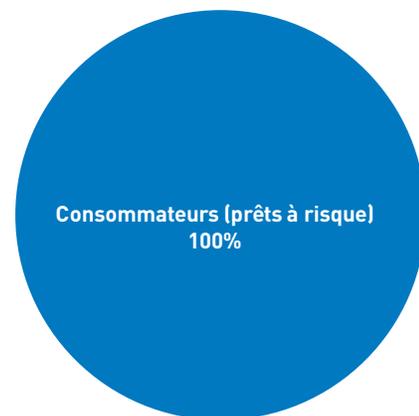
Banques américaines diversifiées contre Prêteurs non diversifiés

Un exemple de banque qui correspond à ce profil est Morgan Stanley (« MS »). Cette banque a pris des mesures stratégiques pour orienter ses activités vers la gestion de patrimoine et d'investissement au cours des dernières années. Les récentes acquisitions d'E*TRADE et d'Eaton Vance sont très complémentaires aux activités existantes de MS et ont contribué à diversifier son portefeuille d'activités vers des flux de rentrées récurrents à plus faible risque, afin d'obtenir une rentabilité plus stable. L'acquisition d'E*TRADE a également permis à MS de renforcer considérablement sa base de dépôts et de réduire sa dépendance à l'égard du financement, plus coûteux et plus vulnérable. De plus, MS a maintenu des niveaux de fonds propres très positifs, ainsi que des réserves appréciables par rapport aux exigences réglementaires et une solide performance dans les simulations de crise annuelles de la Réserve fédérale. Nous sommes d'avis que ces facteurs placent la banque en bonne position pour faire face à la conjoncture actuelle.

Morgan Stanley - Répartition des produits



World Acceptance - Répartition des produits



Source: Données financières de Morgan Stanley au premier trimestre 2022, données financières de World Acceptance au premier trimestre 2022.

En revanche, nous sommes moins optimistes à l'égard des prêteurs non diversifiés, comme OneMain. En général, ces prêteurs sont plus exposés aux emprunteurs dont le revenu du ménage est faible et qui affichent une cote de solvabilité inférieure. Ces titres ont tendance à bien se comporter en période d'expansion économique, mais nous nous attendons à ce que les prix des denrées alimentaires, de l'énergie et du logement, qui représentent plus de la moitié du budget des ménages à faibles revenus, continuent d'augmenter. Par conséquent, les emprunteurs de ces sociétés sont susceptibles d'être les plus durement touchés par un ralentissement économique, et il est probable qu'ils le ressentent plus tôt que les ménages affichant une meilleure situation financière.

Compte tenu de l'étape où nous en sommes dans ce processus, nous voulons éviter les prêteurs qui sont trop exposés aux emprunteurs présentant plus de risques. Même si les marchés ont déjà réagi à la faiblesse anticipée et que les titres ont connu un recul, le retrait sans précédent du soutien de la banque centrale rend difficile l'établissement d'un creux, car les prix pourraient encore baisser. Dans cette optique, nous continuons d'accorder la priorité à la recherche d'occasions de valeur relative au sein des secteurs, en favorisant les prêteurs diversifiés mentionnés ci-dessus et en évitant les prêteurs non diversifiés à ce stade du cycle économique.

Exemple 2: Les biens de consommation de base affichent une demande et un pouvoir d'établissement des prix soutenus, tandis que les perspectives de dépenses discrétionnaires sont incertaines

Nous apprécions les entreprises de biens de consommation de base en raison de leur nature non cyclique, particulièrement lorsque la demande pour des produits n'est pas liée à l'état de l'économie. Ces entreprises affichent une plus faible élasticité-prix, ce qui signifie que la demande des consommateurs pour leurs produits n'est pas aussi affectée par la hausse des prix. En raison du contexte inflationniste actuel et des inquiétudes concernant une récession imminente, la capacité à répercuter les coûts sur les consommateurs et à maintenir la demande devient de plus en plus importante.

Les résultats du dernier trimestre ont mis en lumière cette situation, tandis que les secteurs que nous apprécions et auxquels nous sommes exposés dans nos fonds, tels que les sociétés de produits alimentaires, de boissons, d'articles ménagers et d'alcool, ont été en grande partie en mesure d'augmenter les prix en réponse à l'inflation importante des coûts tout en maintenant la demande. À titre d'exemple, Molson Coors a enregistré une croissance trimestrielle record de son chiffre d'affaires au cours du dernier trimestre, tout en affichant une amélioration de ses marges.

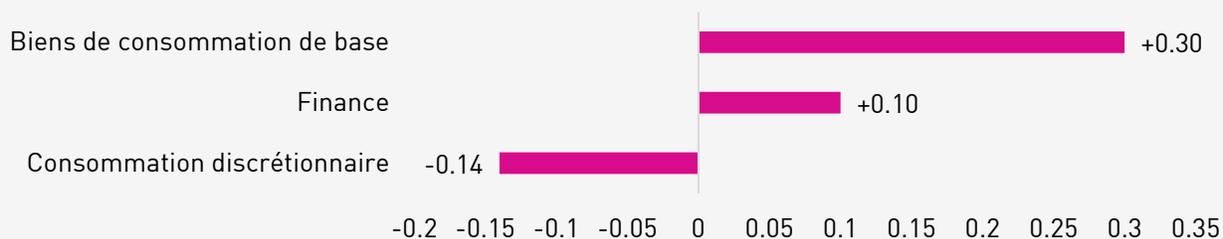


Nous prévoyons que les pressions inflationnistes continueront de se faire sentir dans certains secteurs, notamment les matériaux et le transport, et que ces pressions augmenteront pour le reste de l'exercice. Cependant, nous avons l'intention d'utiliser judicieusement nos multiples leviers pour atténuer l'impact.

- selon Tracey Joubert, chef de la direction financière de Molson Coors, lors de la conférence téléphonique portant sur les résultats du premier trimestre de 2022.

Nous pensons que les biens de consommation de base continueront à afficher un rendement supérieur et nous avons pris des positions en conséquence. Nous avons essayé de cibler précisément les entreprises de biens de consommation de base qui, selon nous, peuvent continuer à répercuter les augmentations de coûts sur les consommateurs, bénéficient toujours de la reprise de l'économie après la pandémie de COVID-19 et affichent de meilleures données fondamentales en matière de crédit.

Corrélations de la performance du secteur avec l'indice des prix à la consommation de base



Corrélations entre les rendements en glissement annuel et l'IPC

À l'inverse, nous évitons les entreprises axées sur la consommation discrétionnaire, car les consommateurs qui doivent faire face à des hausses de prix généralisées sont contraints de réduire certaines de leurs dépenses, ce qui les amène à réduire leurs achats discrétionnaires.



[...] le taux d'inflation des prix des denrées alimentaires a fait perdre plus de dollars aux [marchandises en général] que prévu, car les clients devaient payer davantage en conséquence de la flambée des prix de ces denrées.

– selon Doug McMillon, PDG de Walmart, lors de la conférence téléphonique portant sur les résultats du premier trimestre de 2022.

Nous avons pris une position prudente dans le secteur de la consommation discrétionnaire, en particulier en optant pour une position courte à l'égard des émetteurs qui, selon nous, devraient connaître des difficultés en termes d'exploitation et qui courent le risque que l'augmentation des fusions et acquisitions ou des rendements pour les actionnaires entraîne une détérioration importante du crédit.

Matériel informatique

L'inflation des coûts et le recul de la demande pour des articles tels que les ordinateurs personnels, les ordinateurs portables et les accessoires connexes au cours des dernières années devraient entraîner un ralentissement de la demande et une baisse des marges. Par conséquent, nous avons pris une position courte sur une grande entreprise de matériel informatique, dont plus de la moitié des produits provient de systèmes personnels (ordinateurs portables, ordinateurs de bureau, postes de travail).

La société a modifié sa politique de répartition du capital afin qu'elle soit plus favorable aux actionnaires en leur restituant du capital sous forme de dividendes et au moyen d'importants rachats d'actions, ce qui est défavorable pour les porteurs de ses obligations.

La question de la reprise constitue l'exception

Toutefois, nous demeurons optimistes à l'égard des opérations fondées sur la reprise de l'économie et estimons que le contexte actuel est unique, surtout en ce qui concerne les dépenses discrétionnaires liées à l'expérience. Bien que les consommateurs cherchent en général à réduire leurs dépenses, compte tenu de leur expérience liée à la pandémie, nous constatons une forte demande des consommateurs qui souhaitent se divertir à l'extérieur du domicile et profiter du temps passé entre amis et en famille.

Par exemple, lors de sa conférence téléphonique sur les résultats du premier trimestre de 2022, Target Corp. a spécifiquement souligné le changement du type de dépenses, qui étaient davantage liées aux téléviseurs et qui sont maintenant davantage liées aux bagages, ce qui, selon nous, soutient la reprise et la vigueur soutenues du secteur des voyages, notamment en ce qui a trait aux compagnies aériennes, aux croisières et à l'hébergement.

La recherche et la sélection sectorielles jouent un rôle important pour tirer parti de la reprise

Nous pensons que notre approche fondée sur l'équipe nous permet de distinguer et d'appliquer intelligemment nos points de vue sur les secteurs afin d'ajouter de la valeur à notre processus de placement. Notre équipe de recherche effectue une analyse approfondie des secteurs et des titres de créance et travaille en étroite collaboration avec notre équipe d'exécution afin de déterminer des idées de placement tactiques et opportunistes.

Nous estimons que tous nos fonds sont bien positionnés pour faire face à l'environnement d'investissement actuel et aux défis uniques auxquels chaque secteur est confronté. Toutefois, nous sommes également conscients du fait que des tendances à la baisse importantes sur les marchés boursiers pourraient inciter de nombreuses sociétés à procéder à des rachats d'actions financés par emprunt pour soutenir le cours de leurs actions et exercer une pression supplémentaire sur leurs obligations.

Important Information

Les renseignements figurant dans les présentes sont présentés par RP Investment Advisors LP (« RPIA ») à titre informatif seulement. Ils ne tiennent pas lieu de conseils financiers, juridiques, comptables ou fiscaux, de conseils de placement ou autres, et personne ne devrait utiliser ce contenu ou s'y fier à cet égard sans obtenir les conseils professionnels appropriés. Les renseignements proviennent de sources jugées fiables, bien que leur exactitude ou leur exhaustivité ne soit pas une garantie, et RPIA n'assume aucune responsabilité ou obligation de quelque nature que ce soit en fournissant ces renseignements. Des modifications peuvent être apportées aux renseignements fournis et RPIA n'assume aucune obligation de communiquer les révisions ou les mises à jour des renseignements présentés. Sauf indication contraire, tous les renseignements proviennent de RPIA. Les renseignements présentés ne constituent pas le fondement d'une offre ou d'une sollicitation d'achat ou de vente de titres. Les produits et services de RPIA ne sont offerts que dans les territoires où ils peuvent être légalement offerts et aux investisseurs qui y sont admissibles en vertu des règlements applicables. Les stratégies et les fonds gérés de RPIA comportent un risque de perte financière. Les rendements ne sont pas garantis et les rendements passés pourraient ne pas se reproduire. Les « énoncés prospectifs » reposent sur des hypothèses formulées par RPIA à l'égard de ses opinions et stratégies de placement dans certaines conditions de marché et sont assujettis à un certain nombre de facteurs atténuants. La conjoncture économique et les conditions du marché peuvent changer, ce qui peut avoir une incidence importante sur les événements futurs réels et, par conséquent, sur les points de vue de RPIA, sur le succès des stratégies prévues par RPIA ainsi que sur sa ligne de conduite réelle.



RPIA

39 Hazelton Ave.
Toronto, ON
M5R 2E3

www.rpia.ca

General Line: +1 647 776 1777

Investor Services: +1 647 776 2566