

T3 de 2021 : CONTEXTE DE FORTE DEMANDE REFOULÉE PAR DES CONTRAINTES DE PRODUCTION

CONTEXTE D'INVESTISSEMENT

- Les perspectives de croissance économique demeurent solides, quoique certains facteurs temporaires ont freiné une partie de la dynamique à court terme.

MARCHÉS BOURSIERS

- Les contraintes liées aux chaînes d'approvisionnement et l'inflation plus persistante pèsent sur les bénéficiaires, mais les sociétés de qualité seront en mesure de compenser cette situation au fil du temps.

MARCHÉS DES TITRES À REVENU FIXE

- Les banques centrales atténuent les mesures de relance mises en place au plus fort de la pandémie à mesure que l'économie continue de se redresser.

CONTEXTE D'INVESTISSEMENT | LA DEMANDE SOLIDE ET L'OFFRE LIMITÉE CAUSENT QUELQUES FRICTIONS

Les gros titres liés aux goulots d'étranglement de la chaîne d'approvisionnement, à l'inflation et aux chocs énergétiques régionaux potentiels ont tempéré les attentes des marchés financiers à l'égard de la rapidité de la réouverture de l'économie à l'échelle mondiale. **Nous avançons le fait que le variant Delta de la COVID a contribué à de nombreux points de friction, et qu'une réduction rapide du nombre de cas d'infection laisse présager une embellie dans les mois à venir. La vaccination et les autres mesures de santé publique semblent être efficaces pour gérer la propagation du virus (figure 1).**

Lors des récentes conférences du secteur, les perturbations des chaînes d'approvisionnement figuraient parmi les points de discussion communs; les fabricants dont les intrants proviennent du monde entier ont été parmi les plus touchés. Même s'il est peu probable que cette tendance se maintienne à moyen terme, la résolution prévue des problèmes liés à l'offre a été reportée jusqu'au début de la prochaine année. La hausse des coûts de l'énergie représente un autre problème à régler. Toutefois, à l'heure actuelle, il s'agit d'une préoccupation véhiculée par un sous-ensemble plus restreint de secteurs en Europe et en Asie, mais qui présente de nouvelles possibilités pour les sociétés de ces régions au début de la chaîne de valeur.

Il est à la fois surprenant et encourageant d'observer que les offres d'emploi aux États-Unis dépassent actuellement le nombre de chômeurs « officiels », aussi tôt après le début de la pandémie (figure 2). Les chômeurs sont enclins à rester à la maison pour un certain nombre de raisons, allant de la peur de contracter la COVID-19 aux subventions à l'emploi, en passant par le manque de services de garde d'enfants. Il va sans dire que l'amélioration des taux de vaccination, l'expiration des prestations gouvernementales et le début de l'année scolaire permettent de faire face à chacune de ces circonstances uniques. Il sera intéressant de constater comment l'ensemble des données évoluera dans les mois à venir, bien que les employeurs soient actuellement contraints de faire face à un bassin de candidats plus restreint que prévu.

Un contexte de forte demande permet aux entreprises de refile la facture de la hausse des coûts des intrants aux consommateurs. Pourtant, le fait que les mécanismes de fixation des prix ne sont pas instantanés peut entraîner des décalages temporels et conduire à un certain nombre d'annonces préliminaires des bénéficiaires. Ces événements sont de nature inflationniste et font l'objet d'une surveillance, mais ne devraient pas faire dérailler la reprise économique actuelle. La prochaine période de publication des résultats d'entreprises permettra de mieux comprendre comment elles gèrent cette dynamique.

Contrairement à la résilience des régions développées, la demande des marchés émergents a été moins robuste et en partie entravée par des taux de vaccination plus faibles. Les politiques gouvernementales ont également eu une influence, notamment en Chine où de nombreuses sociétés ont été prises pour cible, étant considérées comme un moteur d'inégalité, notamment en matière d'immobilier, d'éducation et de médias sociaux. Les mesures prises par la Chine pour refroidir ces secteurs ont entraîné un ralentissement de la croissance du PIB récemment. Cette situation, conjuguée aux perturbations liées à la COVID-19 au cours de l'été et aux préoccupations en matière de liquidités de l'un de leurs plus importants promoteurs immobiliers, a plombé les perspectives de croissance à court terme. Nous pensons que la Chine va se sortir de cette mauvaise période en stimulant d'autres secteurs de son économie et en appuyant la restructuration de China Evergrande Group.

Puisque le pire de la vague du variant Delta est probablement dans le rétroviseur, les gouvernements et les sociétés seront mieux en mesure d'alléger les goulots d'étranglement dans le but de répondre à une demande saine et grandement soutenue par les consommateurs. Il est important de noter que le monde n'a commencé que récemment à émerger de la pandémie et une solide expansion économique devrait se poursuivre.

FIGURE 1 : LA VAGUE DU VARIANT DELTA SEMBLE AVOIR ATTEINT UN SOMMET

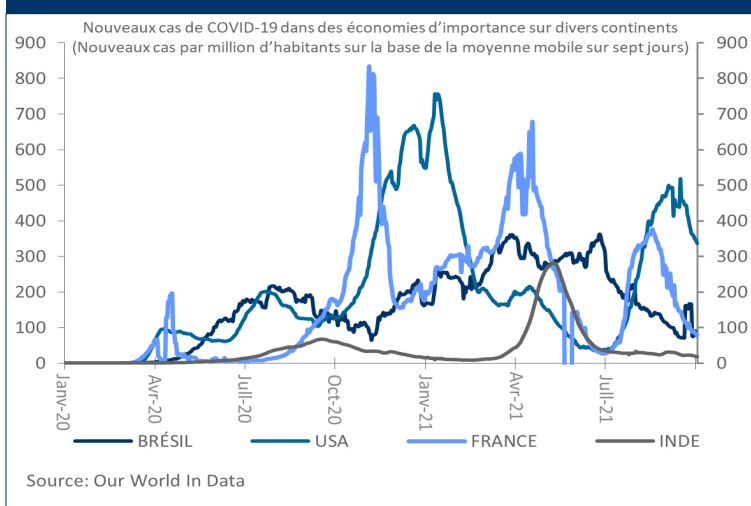
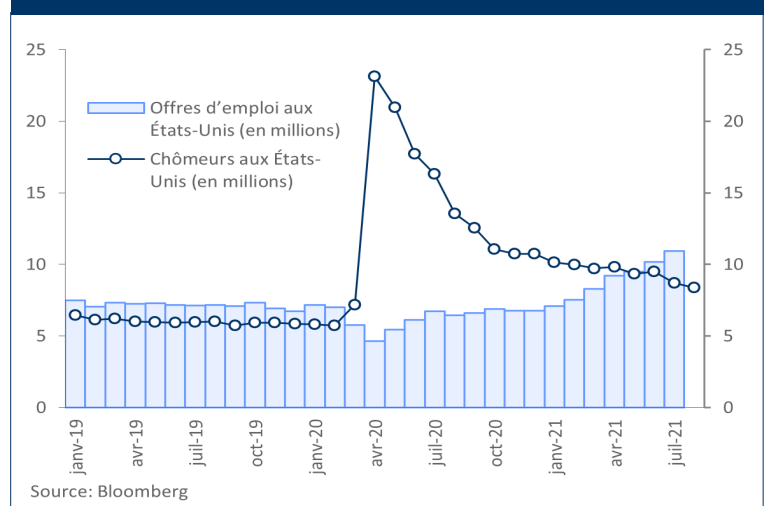


FIGURE 2 : LE MARCHÉ DE L'EMPLOI EST ARTIFICIELLEMENT RESTREINT



Rendements des indices boursiers	T3 de 2021 (CAD)	T3 de 2021 (USD)	depuis le début de l'exercice 2021 (CAD)	depuis le début de l'exercice 2021 (USD)
Mondiaux (Net)	+2,3 %	+0,0 %	+12,4 %	+13,0 %
Canadiens	+0,2 %		+17,5 %	
Petites capitalisations au Canada	-2,5 %		+16,8 %	

Les rendements des indices ont été plus modestes qu'au cours des derniers trimestres, bien que certains thèmes ont fait écho durant la première partie de l'année, le retour des développements reflationnistes a contribué à une rotation vers les titres de valeur en fin de période. La distribution des rendements sectoriels a été relativement uniforme pour le trimestre, même si les secteurs des services financiers et de l'énergie ont le mieux performé en septembre. Le secteur financier a bénéficié de la hausse des taux, la forte reprise économique a permis aux banques centrales d'envisager de réduire les mesures de relance, et la performance du secteur de l'énergie a été stimulée par la hausse des prix du pétrole et du gaz, soutenue par une demande toujours grandissante et une discipline en matière d'offre. Les pressions sur la chaîne d'approvisionnement et la logistique se sont intensifiées au cours du trimestre et ont entraîné quelques annonces préliminaires, les entreprises concernées cherchant à s'adapter rapidement aux conditions changeantes en refileant la facture de l'inflation et en optimisant leurs opérations. La diminution des cas de COVID-19 devrait alléger la situation et aider les entreprises à tirer parti d'un contexte économique encore solide, la demande non satisfaite étant légèrement repoussée dans le futur.

CADRE DE BIM SUR LES ACTIONS

La corrélation entre les taux d'intérêt et le rendement des actions de croissance et de valeur a été solide depuis le début de l'année (figure 3). Les multiples de négociation des actions de croissance bénéficient de taux faibles ou à la baisse, car l'actualisation des flux de trésorerie, qui pourrait s'échelonner sur de nombreuses années, a une incidence moindre. Bon nombre d'actions axées sur la valeur tirent profit de la hausse des taux, ce qui peut accroître les marges des services financiers traditionnels et fournir une indication générale de la croissance économique à l'appui des sociétés cycliques. Le leadership en matière de valeur qui a atteint un sommet en mai pourrait se réaffirmer puisque la propagation du variant Delta est en déclin et que les sociétés qui bénéficient d'un contexte reflationniste tirent parti de certaines des nombreuses contraintes d'approvisionnement actuelles. Bien que le résultat de notre philosophie d'investissement dans des titres de valeur de qualité permet d'éviter à la fois les titres en hyper-croissance et les titres en difficulté, nous maintenons une exposition aux secteurs de la finance, de l'énergie et des matériaux, laquelle devrait être avantagée par ces tendances.

MARCHÉS MONDIAUX

La croissance des bénéficiaires a ralenti, les difficultés à court terme étant devenues plus importantes au cours des derniers mois. Cette situation a entraîné un ralentissement de la croissance des produits, ainsi que des pressions sur les marges bénéficiaires d'un plus grand nombre de

sociétés. Au fil du temps, les goulots d'étranglement dans la fabrication devraient se résorber et les entreprises solides devraient être en mesure d'adapter leur modèle commercial aux pressions sur les coûts qui pourraient persister. Des taux de vaccination plus élevés devraient également contribuer à atténuer les goulots d'étranglement et à soutenir la croissance. Les sociétés les mieux placées pour relever ces défis ont démontré leur capacité à améliorer sensiblement leur productivité au fil du temps et à augmenter leurs prix. De plus, ces sociétés devraient émerger de la pandémie en position plus forte et elles sont plus susceptibles d'accroître leur part de marché.

Le secteur ferroviaire nord-américain en est un bon exemple : la congestion dans les ports et les mauvaises conditions météorologiques ont entraîné des coûts élevés et une baisse de la croissance des produits à court terme. Malgré le décalage, les entreprises ferroviaires devraient être en mesure d'ajuster l'allocation de leurs ressources pour améliorer la productivité, et de recourir à des stratégies de tarification qui compensent la valeur croissante qu'elles apportent, en particulier dans un contexte aussi serré en matière de logistique. De plus, l'augmentation de la part de marché par rapport au secteur du transport routier continuera d'être une occasion à long terme pour le secteur ferroviaire.

MARCHÉ CANADIEN TOUTES CAPITALISATIONS

De nombreuses régions visent la décarbonisation de leur production d'électricité et le gaz naturel a un rôle important à jouer en tant que combustible de transition dans les décennies à venir. Les investissements dans les énergies renouvelables continueront de croître, bien que la nature intermittente de la production éolienne et solaire nécessite un soutien de base en gaz naturel parmi les alternatives de combustion les plus propres. Cette année, le temps plus calme a réduit la production éolienne en Europe, augmentant la demande de gaz naturel alors que les livraisons de ce combustible en provenance de Russie ont été inférieures aux attentes. Cette situation a entraîné un épuisement des stocks avant la saison de chauffage et a obligé l'Europe à faire concurrence avec l'Asie pour les cargaisons de gaz naturel liquéfié (GNL) (figure 4).

Les États-Unis ont considérablement accru leurs capacités d'exportation de GNL au cours des cinq dernières années et se sont imposés comme un acteur majeur sur la scène internationale, en raison d'une capacité supplémentaire qui devrait être mise en service au cours de l'année à venir. Brookfield Infrastructure L.P. détient une participation directe dans l'installation d'exportation de Cheniere Sabine Pass sur la côte du golfe du Mexique, même si les producteurs de gaz naturel canadiens sont encore plus avantagés par la situation actuelle. Le gaz naturel nord-américain a bénéficié d'une offre toujours croissante jusqu'au début de la pandémie, laquelle s'est traduite par une forte baisse des dépenses d'investissement. Depuis, les demandes des investisseurs envers les producteurs ont privilégié la génération de flux de trésorerie disponibles plutôt que la croissance de la production, ce qui a fait en sorte que l'offre est demeurée essentiellement stable à un moment où les exportations de GNL ouvrent la voie pour la réduction des stocks locaux, à l'avantage des prix nord-américains.

FIGURE 3 : VALEUR ET CROISSANCE LIÉES AUX TAUX D'INTÉRÊT

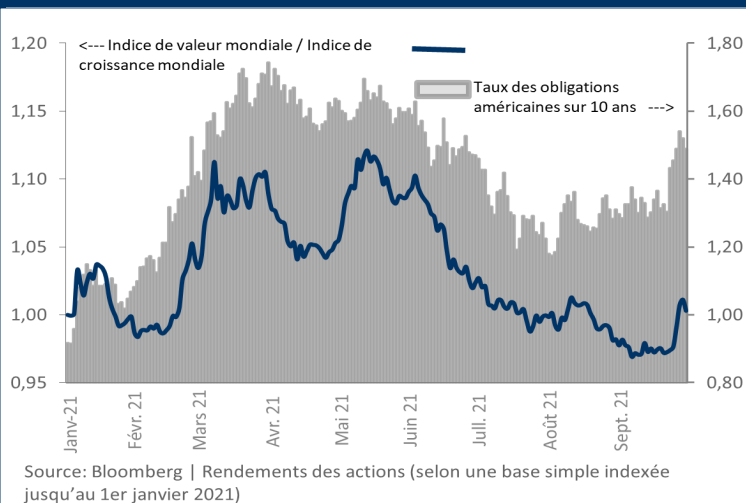
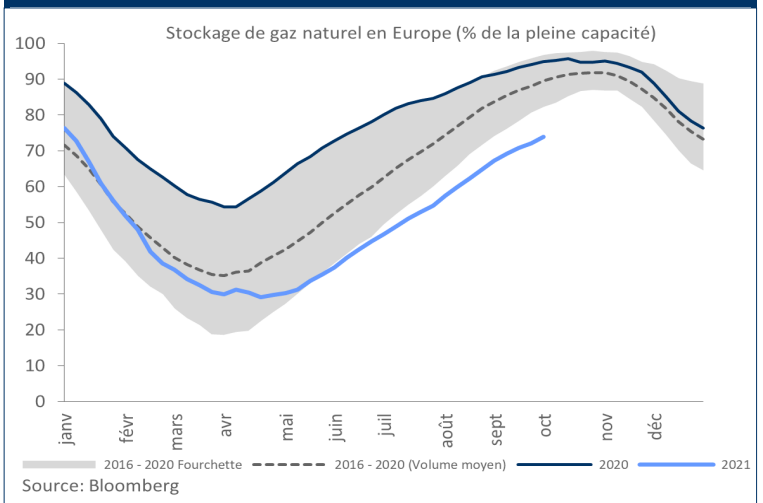


FIGURE 4 : MANQUE D'APPROVISIONNEMENT EN GAZ NATUREL EN EUROPE



MARCHÉ CANADIEN DES PETITES CAPITALISATIONS

Malgré la volatilité de l'indice de référence, les sociétés à petite capitalisation dotées de modèles d'affaires solides soutenus par des flux de trésorerie prévisibles ont continué de progresser au cours du trimestre. En outre, le contexte de risque de l'été s'est détérioré en septembre en raison des signes de plus en plus évidents de contraintes généralisées dans les chaînes d'approvisionnement et d'une inflation plus persistante. Cette dynamique a entraîné une hausse des taux d'intérêt et une diminution du risque dans toutes les catégories d'actifs (y compris les petites capitalisations), à l'exception notable du secteur de l'énergie où une confluence des facteurs évoqués précédemment a entraîné de fortes hausses des prix des matières premières connexes.

L'indice des petites capitalisations est fortement pondéré dans le secteur de l'énergie, y compris dans de nombreuses sociétés dont le bilan ou le levier opérationnel est important, qui présentent une grande volatilité et qui ont largement bénéficié des circonstances de l'année en cours. Notre concentration en titres de qualité et de valeur, et notre préférence pour les sociétés que nous pouvons détenir à travers des cycles qui cumulent des flux de trésorerie sur de nombreuses années limitent notre univers d'investissement dans les titres énergétiques à petite capitalisation. Toutefois, nous continuons de choisir judicieusement nos positions dans des actifs de qualité et des propositions de valeur attrayantes, ce qui a contribué au rendement absolu.

À la fin du troisième trimestre, nous avons bon espoir que le taux de roulement constaté sur les marchés boursiers permettra de saisir des occasions de placement intéressantes dans des entreprises solides qui répondent maintenant à nos critères rigoureux en matière de placement.

PLEINS FEUX SUR LA THÈSE DE BIM CONCERNANT LES ACTIONS

Tourmaline est le plus grand producteur de gaz naturel au Canada et celui dont le coût en capital est le plus bas. Elle occupe des positions dominantes dans des bassins prolifiques et exploite des infrastructures intermédiaires stratégiques. Parmi les grands producteurs, elle est la société ayant la plus importante participation des initiés. Cette harmonisation avec les actionnaires s'explique par la préférence pour la déclaration de dividendes spéciaux pendant les périodes de prix élevés des marchandises.

La société a généré une importante valeur grâce au regroupement d'actifs semblables en tirant parti de l'infrastructure existante et des économies d'échelle afin de réaliser des économies de coûts. Les acquisitions ont entraîné une relution immédiate tout en bonifiant une base de réserves déjà enviable.

Les accords de commercialisation du gaz permettant d'accéder aux principaux marchés nord-américains font depuis longtemps partie intégrante de la stratégie d'atténuation des risques de la société. Tourmaline a récemment intensifié ces efforts en concluant un accord de 15 ans avec Cheniere Energy visant à fournir un cargaison de GNL chaque mois dans le but d'obtenir une exposition directe aux marchés asiatiques à compter de janvier 2023.

Le fait d'être un chef de file en matière d'environnement constitue une autre caractéristique qui définit l'entreprise, grâce à de nombreuses initiatives et de nombreux objectifs en matière de recyclage de l'eau, de capture du méthane, de déplacement du diesel et de réduction des émissions. Les marchés ont tendance à regrouper les producteurs de matières premières, tandis que Tourmaline se différencie de manière significative dans la plupart de ses activités.

MARCHÉS DES TITRES À REVENU FIXE | LES BANQUES CENTRALES COMMENCENT À ATTÉNUER LES MESURES DE RELANCE ET À SE POSITIONNER POUR DES HAUSSES DE TAUX

Rendement de l'indice des titres à revenu fixe		
	T3 de 2021	depuis le début de l'exercice 2021
Canadiens	-0,5 %	-4,0 %

Au fur et à mesure que l'économie poursuit sa forte reprise, les banques centrales réduisent les mesures de relance financière mises en place au point fort de la pandémie. Plus particulièrement, la *Federal Reserve* (Fed) aux États-Unis planifie de réduire progressivement son programme d'achat d'obligations (assouplissement quantitatif). Si les données sur l'emploi ne donnent pas de signe de répit, la Fed devrait annoncer en novembre qu'elle réduira son programme d'assouplissement quantitatif. Conjugués à d'autres réductions des mesures de relance de la Banque du Canada (BdC) et à des mesures restrictives similaires prises par d'autres banques centrales, les taux d'intérêt ont rebondi après avoir baissé au cours du trimestre pour clore la période en hausse (figure 1).

Malgré le fait que les problèmes de la chaîne d'approvisionnement mondiale et les limites du marché de l'emploi représentent d'importants obstacles à une croissance économique plus forte, les banques centrales s'attendent à une hausse de l'inflation à long terme. Au sortir de toute récession, un retour vers l'optimisme peut être illusoire, mais dans le contexte actuel, la réapparition de la demande et de l'inflation a été robuste. Les banques centrales doivent maintenant prendre garde de ne pas stimuler excessivement l'économie et hausser les taux d'intérêt à long terme afin de maintenir une trajectoire de croissance saine et durable.

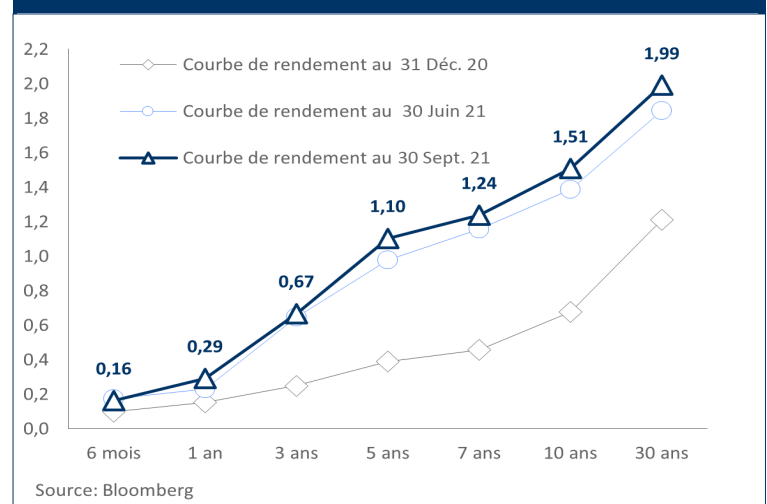
Au cours des prochains trimestres, les banques centrales devront tout mettre en œuvre pour freiner l'inflation sans compromettre la reprise. L'inflation élevée a persisté plus longtemps que prévu il y a quelques mois, probablement en raison des contraintes continues des chaînes d'approvisionnement, mais elle devrait être temporaire et se résorber lorsque les goulots d'étranglement pourront se normaliser. Les banques centrales continuent de se concentrer sur la demande, s'attendant à ce que l'offre rattrape inévitablement la demande excédentaire.

CADRE DE BIM SUR LES TITRES À REVENU FIXE

L'indice canadien des titres à revenu fixe a enregistré un rendement de -0,5 % au cours du trimestre, les taux d'intérêt ayant augmenté de 10 points de base, ce qui a été partiellement compensé par les revenus en intérêts. Les obligations de sociétés à court et à moyen terme notées BBB ont affiché les meilleurs rendements en raison du resserrement des écarts de taux et de la hausse des revenus en intérêts. Les positions acheteur des obligations d'État ont sous-performé en raison d'une plus grande sensibilité aux variations des taux d'intérêt et de l'exposition minimale aux écarts de taux.

Au cours du trimestre, nous avons accru le risque de crédit du portefeuille, car nous prévoyons que les écarts se resserreront davantage. Le portefeuille reste sous-pondéré relativement à l'exposition aux variations des taux d'intérêt, surpondéré relativement au risque de crédit et il génère des revenus en intérêts supérieurs à ceux de l'indice de référence. Mises ensemble, ces caractéristiques permettent au portefeuille de dégager un rendement supérieur.

FIGURE 5 : COURBE DE RENDEMENT AU CANADA (%)



BARRANTAGH

Investment Management

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'entremise 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 2021 © 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