

T3 23 | LES MARCHÉS BOURSIERS ET OBLIGATAIRES BAISSENT ALORS QUE LA COURBE DE RENDEMENT À LONG TERME AUGMENTE

CONTEXTE D'INVESTISSEMENT

- La tendance des rendements plus élevés à long terme a dominé l'esprit du marché à la fin du trimestre, malgré la stabilisation des indicateurs d'inflation.

MARCHÉS BOURSIERS

- La hausse des taux pèse sur les valeurs de croissance et les entreprises fortement endettées. La qualité de l'entreprise est essentielle pour que les valeurs de rendement soient concurrentielles dans le contexte actuel.

MARCHÉS DES TITRES À REVENU FIXE

- Les marchés s'adaptent rapidement au message des banques centrales selon lequel les hausses futures restent une possibilité distincte si elles sont soutenues par les données à venir.

CONTEXTE D'INVESTISSEMENT | L'ATTENTE CROISSANTE D'UNE POLITIQUE RESTRICTIVE AFFECTE LES MARCHÉS

La hausse des taux d'intérêt à long terme, qui ont atteint des niveaux inégalés depuis plus d'une décennie, a provoqué un trimestre difficile pour les marchés des capitaux, les indices de titres à revenu fixe et d'actions se négocient à la baisse. **Le mantra des taux d'intérêt plus élevés à long terme qui s'impose sur le marché est étayé par l'évolution des attentes concernant la durée pendant laquelle la politique monétaire restera restrictive afin d'atteindre les niveaux d'inflation visés. Ainsi, la relation entre les taux à long terme et l'inflation s'est rompue pour le moment, malgré les progrès notables, mais de moins en moins rapides, réalisés dans la maîtrise de cette dernière (figure 1).**

L'une des caractéristiques uniques du cycle économique actuel réside dans les mesures de relance qui ont permis aux consommateurs d'accumuler une épargne excédentaire pendant les années de pandémie. Ces « pécules » ont permis de soutenir les dépenses discrétionnaires, mais la durée attendue de ces bénéfices est restée incertaine. Malgré l'absence de consensus parmi les économistes, la Réserve fédérale de San Francisco a récemment estimé que la réduction de l'épargne excédentaire des ménages américains était presque achevée. Un certain degré d'incertitude subsiste à cet égard, mais les commentaires d'un certain nombre d'entreprises engagées auprès des consommateurs à faible revenu semblent étayer leurs conclusions.

Il semble que l'impact différé des hausses de taux commence à influencer le comportement de certains segments de l'économie et la reprise des remboursements des prêts étudiants américains (interrompus depuis le début de la COVID-19) sera un fardeau supplémentaire pour les personnes concernées. Le moral des consommateurs s'est quelque peu dégradé au cours des derniers mois et, bien que cette mesure puisse être volatile, elle mérite d'être surveillée tout au long de l'année (figure 2). Cela dit, le marché de l'emploi demeure robuste et la croissance des salaires réels continue d'apporter un soutien crucial aux dépenses de consommation.

En ce qui concerne les sociétés, un récent sondage réalisé auprès des directeurs financiers américains a révélé des attentes encourageantes pour l'économie, en dépit de certaines réserves quant à la voie à suivre en matière de politique monétaire. Jusqu'à présent, les entreprises n'ont pas réduit de façon notable leurs plans d'investissement, même si la hausse des taux d'intérêt pourrait engendrer certains facteurs défavorables sur ce front. Une compensation potentielle à cette inquiétude est la demande refoulée due à l'assouplissement des conditions de la chaîne d'approvisionnement, et le fait que les dépenses gouvernementales pour les projets d'infrastructure en sont encore à leurs débuts et devraient stimuler considérablement l'activité économique au cours des prochaines années.

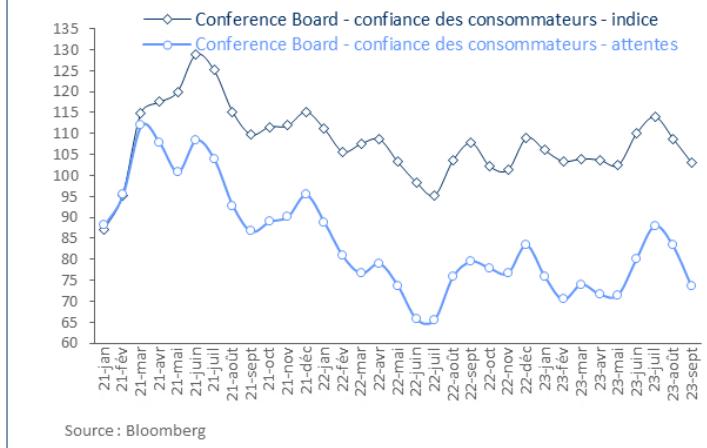
Dans un contexte où les marchés sont inquiets, où la grève des travailleurs de l'automobile se poursuit et où la Réserve fédérale américaine (la « Réserve fédérale ») est dépendante des données, il est encourageant de voir le Congrès américain adopter une mesure de financement temporaire de dernière minute afin d'éviter une suspension des services publics. La résolution permanente prévoit le financement des ministères fédéraux jusqu'à la mi-novembre et donne le temps aux parties opposées de parvenir à un compromis. Surtout, les organismes responsables de la collecte et de la publication des données économiques poursuivront leurs activités dans l'intervalle et fourniront les mises à jour sur lesquelles la Réserve fédérale s'appuie pour définir sa politique monétaire.

Les marchés ont été relativement ordonnés jusqu'à la mi-septembre, date à laquelle la volatilité a atteint des niveaux qui n'avaient pas été observés depuis au moins six mois. La stabilisation des taux d'intérêt pourrait être nécessaire pour que les fondamentaux se réaffirment sur les marchés financiers à l'approche de la fin de l'année.

FIGURE 1 : VÉRIFICATION DU LIEN ENTRE L'INFLATION ET LES TAUX D'INTÉRÊT



FIGURE 2 : MODÉRATION DES ATTENTES DES CONSOMMATEURS



MARCHÉS BOURSIERS | RECOLTE DES ACTIONS APRÈS UN REBOND AU DÉBUT DE L'ÉTÉ

Rendements des indices boursiers	T3 2023 (\$ CA)	T3 2023 (\$ US)	Cumul annuel 2023 (\$ CA)	Cumul annuel 2023 (\$ US)
Mondiaux (nets)	-1,4 %	-3,5 %	10,9 %	11,1 %
Canadiens	-2,2 %		3,4 %	
Sociétés canadiennes à petites capitalisations	-0,8 %		-1,1 %	

Les actions ont commencé le trimestre sur une note positive en juillet, mais l'optimisme s'est estompé en août et s'est transformé en pessimisme en septembre en raison de la hausse rapide des taux d'intérêt, les marchés ayant pris en compte un scénario de hausse à long terme. Le secteur de l'énergie a été l'exception positive du trimestre, les actions ayant été stimulées par la hausse des prix du pétrole brut, en partie soutenue par la gestion de la production de l'OPEP. En raison de la hausse des taux, les valeurs cycliques hors du secteur de l'énergie, le secteur des technologies de croissance et les sociétés dont l'endettement est supérieur à la moyenne ont eu du mal à dégager des rendements.

CADRE DE BIM SUR LES ACTIONS

À un moment où les rendements des bénéfices et obligataires convergent (figure 3), les secteurs perçus comme des secteurs de « rendement » regroupant des sociétés dont les flux de trésorerie et les dividendes sont résistants ont été mis sous pression. Des récits éculés brouillent parfois les perceptions; il importe donc de se rappeler que les sociétés qui versent des dividendes peuvent être bien plus que des « substituts d'obligations » lorsqu'elles offrent des flux de trésorerie croissants. Dans l'idéal, un dividende augmente au fil du temps en fonction de l'accroissement des bénéfices, à mesure que l'entreprise exécute sa stratégie et distribue l'excédent de liquidités aux actionnaires afin d'offrir un rendement total plus attrayant. Toutefois, un dividende élevé peut indiquer des problèmes sous-jacents concernant la durabilité de la distribution, soulignant l'importance de donner la priorité à la qualité de l'entreprise plutôt qu'à l'examen du rendement.

Malgré la faiblesse actuelle des secteurs à revenus traditionnels, les dividendes ont représenté une part substantielle du rendement total du marché canadien depuis le début du siècle jusqu'à la fin de l'année 2022, comme le montre la figure 4. Toromont Industries est un exemple de société à dividendes croissants qui n'offre pas actuellement un rendement élevé, mais qui a régulièrement augmenté ses distributions au fil du temps, parallèlement à l'augmentation de ses flux de trésorerie. Les porteurs à long terme de ce titre obtiendraient un rendement intéressant par rapport à leur prix de base, tout en bénéficiant de gains en capital substantiels.

MARCHÉS MONDIAUX

Les consommateurs et les entreprises ont généralement bien géré la récente période de hausse de l'inflation et des taux d'intérêt. Les consommateurs

ont bénéficié d'un marché de l'emploi robuste et d'une augmentation des salaires, ce qui leur a permis d'absorber les hausses de prix utilisées par les entreprises pour contrer les pressions inflationnistes. Bien qu'ils aient cherché des produits plus abordables dans certaines catégories, la transition des dépenses de biens vers les services est principalement due aux achats élevés de biens pendant la pandémie et à la demande refoulée de services qui s'en est suivie.

Le contexte actuel d'inflation et de taux plus élevés incitera les entreprises à mettre davantage l'accent sur l'amélioration de leur productivité et de leur efficacité afin d'accroître leurs marges bénéficiaires. Par conséquent, les entreprises qui offrent à leurs clients des économies sur le plan de l'efficacité verront leur part de marché augmenter. Si les sociétés technologiques sont les premières à venir à l'esprit à cet égard, certaines entreprises de divers secteurs, dont les produits industriels, les biens de consommation, les soins de santé et les matériaux, jouent également un rôle majeur dans l'amélioration de la productivité de leurs clients. Ce facteur est essentiel pour nous permettre de repérer les entreprises de grande qualité dont les valorisations sont justes. Nos placements dans Schneider Electric et CRH en sont un excellent exemple.

MARCHÉ CANADIEN TOUTES CAPITALISATIONS

L'accès au marché est depuis longtemps une préoccupation pour les producteurs d'énergie canadiens, étant donné leur position géographique à « l'autre bout du tuyau » par rapport à la plupart de leurs clients de la côte du golfe des États-Unis. Le projet d'extension de Trans Mountain (TMX) triplera presque la capacité de l'oléoduc existant d'Edmonton à Burnaby pour atteindre 890 000 barils de pétrole par jour (bpj) et représente une source clé d'évacuation pour le bassin canadien. Le projet a connu d'importants dépassements de coûts et de longs retards et a été confronté à des défis supplémentaires à la fin de l'été lorsqu'il a rencontré des difficultés techniques qui ont nécessité une demande de déviation du tracé de l'oléoduc. La publication de cette nouvelle a provoqué une augmentation des différentiels de prix du pétrole lourd (l'écart entre le prix du pétrole lourd et le prix de référence du West Texas Intermediate [WTI]) par crainte de nouveaux retards dans la construction.

Une décision positive de l'autorité de régulation de l'énergie, fin septembre, approuvant la déviation du tracé, a donc été accueillie favorablement par les acteurs du secteur des sables bitumineux qui attendent avec impatience l'achèvement des travaux mécaniques et le début des activités de remplissage des canalisations au cours de l'année à venir. La possibilité de transporter des volumes supplémentaires dans un contexte de prix du pétrole élevés profiterait à de nombreux producteurs, dont Canadian Natural Resources, et compléterait un cadre de rendement en espèces déjà impressionnant pour les actionnaires.

FIGURE 3 : CONVERGENCE DU RENDEMENT DES BÉNÉFICES ET DU RENDEMENT OBLIGATAIRE

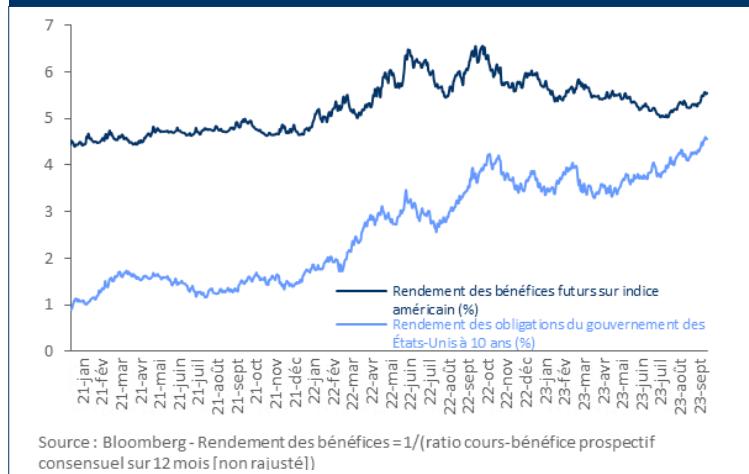


FIGURE 4 : LES DIVIDENDES SONT UN ÉLÉMENT CLÉ DU RENDEMENT



MARCHÉ CANADIEN DES SOCIÉTÉS À PETITES CAPITALISATIONS

Les marchés boursiers canadiens ont basculé dans le rouge au cours du troisième trimestre, la dynamique négative s'accélérant en septembre. La performance globale a été soutenue par le secteur de l'énergie, alors que sous la surface, tous les éléments sensibles aux taux, y compris les services publics et les fiducies de placement immobilier, ont souffert, alors que le scénario d'un marché en hausse à long terme s'est raffermi.

L'année en cours a vu beaucoup de discussions au sujet du manque d'envergure de cette « reprise » du marché, l'indice américain ayant progressé d'environ 13 % depuis le début de l'année et l'équivalent à pondération égale n'ayant progressé que d'environ 1 %. Ce manque d'envergure a également été un facteur pour les sociétés canadiennes à petites capitalisations. En excluant les 10 meilleures actions (environ 3 % de l'indice), le rendement global de l'indice de référence des sociétés canadiennes à petite capitalisation est de -5 % en 2023. Les rendements chutent à -8 % et -11 % en élargissant l'exclusion aux 10 % et 25 % supérieurs de l'indice, respectivement. L'année 2023 a été difficile si l'on n'a pas profité des offres des secteurs des ressources et des secteurs cycliques.

Comme mentionné ci-dessus, le secteur de l'énergie a été solide. Des années de sous-investissement et une dynamique d'approvisionnement plus disciplinée ont soutenu les prix des matières premières, tandis que les entreprises ont adopté des stratégies de rendement favorables aux actionnaires et un faible niveau d'endettement. Nous avons ajouté Logan Energy (LGN) au cours de la période, un producteur de Montney à forte croissance dirigé par l'équipe très réputée des entités précédentes de Spartan, dont les antécédents de croissance de la production ont récompensé les anciens actionnaires. Nous apprécions les atouts et l'équipe dirigeante de LGN et pensons que la société devrait bénéficier du développement de LGN sur la côte ouest dans les années à venir.

MARCHÉS DES TITRES À REVENU FIXE | L'APLATISSEMENT DE LA COURBE TÉMOIGNE DE TAUX D'INTÉRÊT PLUS ÉLEVÉS À LONG TERME

Rendements de l'indice des titres à revenu fixe		
	T2 2023	Cumul annuel 2023
Canadiens	-3,9 %	-1,5 %

Les banques centrales du monde entier, notamment la Réserve fédérale américaine (la « Réserve fédérale ») et la Banque du Canada (« BdC »), continuent de faire les gros titres dans leurs efforts pour maîtriser l'inflation et ont toutes deux relevé leurs taux lors de leurs réunions de juillet. Les deux institutions n'ont pas bougé lors de leur réunion de septembre, mais la Réserve fédérale, en particulier, a fortement insisté sur le potentiel de hausses futures si les données économiques à venir le justifient.

Les notes postérieures à la réunion publiées par la BdC ont mis l'accent sur la vigueur continue de l'économie américaine et sur les répercussions positives potentielles sur les perspectives au nord de la frontière. Un affaiblissement de la demande de produits sensibles aux taux d'intérêt, comme le logement, a été constaté, car l'augmentation des coûts de financement affecte à la fois les constructeurs de maisons et les consommateurs. Bien que le marché du travail reste tendu, certains signes d'assouplissement ont été observés en raison de la réduction du nombre de postes vacants plutôt que de pertes d'emplois. La croissance des salaires reste élevée, même si elle est censée se modérer à l'avenir, et il sera important de la surveiller, ainsi que les coûts du logement, qui peuvent tous deux compliquer les objectifs d'inflation de la BdC.

L'incidence directe des développements économiques du trimestre a été une diminution de la confiance envers retour rapide de l'inflation aux niveaux cibles et, par conséquent, une période de taux d'intérêt plus élevés à long terme. Les taux d'intérêt ont augmenté sur l'ensemble de la courbe, mais beaucoup plus sur le long terme que sur le court terme. Au Canada, les rendements à 2 ans ont augmenté de 29 points de base au cours du trimestre, tandis que les obligations à 10 et 30 ans ont augmenté de plus de 70 points de base (figure 5).

CADRE DE BIM SUR LES TITRES À REVENU FIXE

À la fin du trimestre, notre portefeuille occupe une position neutre par rapport à l'indice de référence en ce qui concerne le risque de duration, vu l'incertitude de la trajectoire des taux d'intérêt. La BdC peut soit maintenir

PLEINS FEUX SUR LA THÈSE DE BIM CONCERNANT LES ACTIONS

CRH est une société chef de file dans le domaine des matériaux de construction, qui exerce ses activités en Amérique du Nord et en Europe. Elle produit et distribue des granulats, du ciment et de l'asphalte, ainsi qu'une gamme variée de produits architecturaux et d'infrastructure.

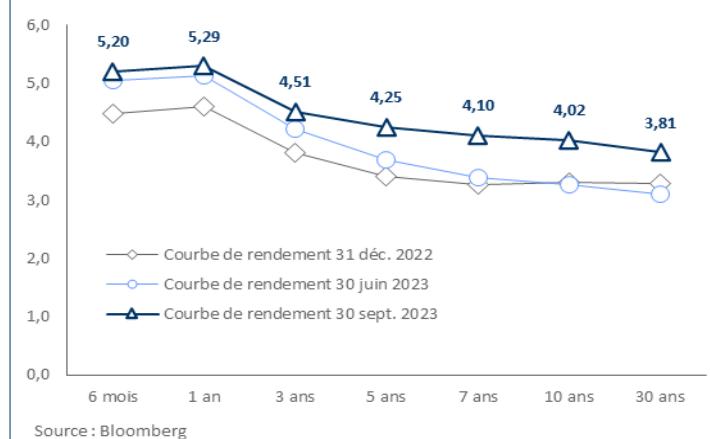
Au fil du temps, la société est passée du statut de simple fournisseur de matériaux de construction à celui de fournisseur de solutions entièrement intégrées. Cette transformation est particulièrement visible dans le domaine de la construction routière, où la société gère tous les aspects de la chaîne d'approvisionnement, depuis les matières premières essentielles et les produits en béton jusqu'aux services d'ingénierie et de construction. Ces processus ont procuré de nombreux avantages à ses clients, notamment la capacité d'exécuter des projets de manière plus efficace et avec des répercussions réduites sur l'environnement. À l'échelle du secteur, CRH et ses homologues devraient bénéficier, dans les années à venir, des perspectives de croissance offertes par les importantes initiatives gouvernementales en matière d'infrastructures dans le monde entier.

La direction dispose d'une solide expérience en matière de déploiement efficace du capital, comme en témoignent les acquisitions et les désinvestissements réussis, et la structure fragmentée du marché suppose une longue marge de manœuvre pour la création de valeur à l'avenir. Les politiques de retour aux actionnaires comprennent un programme de rachat d'actions accru en 2023 et un historique de distribution de dividendes de plus de 50 ans. La récente inscription à la cote du NYSE devrait mettre en lumière la valorisation attrayante de la société et potentiellement réduire l'écart entre les multiples et les entreprises américaines du même secteur.

les taux aux niveaux actuels et estimer que la politique est suffisamment restrictive pour modérer l'inflation dans un délai acceptable, soit être plus dynamique en haussant les taux pour accélérer le processus tout en augmentant progressivement la pression sur l'économie.

Notre positionnement neutre en ce qui concerne le risque de duration sera maintenu jusqu'à ce que les données économiques justifient un changement. Notre surpondération en obligations de sociétés demeure, bien que légèrement réduite par rapport au trimestre précédent, et se concentre sur le court terme avec principalement des émetteurs bien connus et liquides. Nous cherchons à recycler une partie des échéances à court terme dans les occasions susceptibles de se présenter à la suite de futurs bouleversements sur le marché. Notre exposition aux obligations d'État (provinciales et fédérales) demeure principalement dans la partie à plus 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.*