

T4-2023 | 2023 SE TERMINE SUR UNE NOTE OPTIMISTE

CONTEXTE D'INVESTISSEMENT

- Le ralentissement de l'inflation et la baisse des taux d'intérêt permettent d'atténuer les difficultés économiques qui s'aggravaient. L'incertitude demeure, bien qu'un atterrissage en douceur soit maintenant plus envisageable.

MARCHÉS BOURSISERS

- Reprise généralisée du marché alors que les indices boursiers progressent en fin d'année. La politique plus accommodante de la banque centrale a été particulièrement bien accueillie par les secteurs sensibles aux taux d'intérêt.

MARCHÉS DES TITRES À REVENU FIXE

- Le pic des taux de financement à un jour semble être dans le rétroviseur. La perception du marché à l'égard d'un changement de politique a donné lieu à une révision importante des taux sur l'ensemble de la courbe.

CONTEXTE D'INVESTISSEMENT | LE CONTEXTE DE BAISSÉ DES TAUX AUGMENTE LES CHANCES D'UN ATERRISSAGE EN DOUCEUR

Le mantra selon lequel les taux d'intérêt resteraient élevés pendant longtemps, qui a pris de l'importance tout au long de l'année, a réalisé un crescendo au début de l'automne, les rendements des obligations d'État américaines à 10 ans ayant grimpé à 5 %. Cependant, alors que 2024 commençait, les taux avaient reculé sous la barre des 4 % et étaient retournés aux niveaux d'il y a un an (figure 1).

Les marchés interprétaient la politique monétaire de taux d'intérêt élevés pendant longtemps comme un signe de période prolongée de politique monétaire restrictive (mais non oppressive) visant à maintenir les taux à un niveau stable dans le but de favoriser un atterrissage en douceur. Cependant, la durée nécessaire de la stratégie restait inconnue, toute prolongation des attentes augmentant les risques d'une issue défavorable. En l'espace de quelques mois seulement, la combinaison de certaines données économiques favorables et d'un changement de ton de la Réserve fédérale américaine (la « Fed ») a considérablement modifié les perceptions des mesures stratégiques futures.

La soupape de secours initiale a été une amélioration des données de l'indice des prix à la consommation (IPC), ce qui laissait croire que les mesures de la Fed avaient l'effet escompté et qu'un chemin vers les niveaux d'inflation cibles s'était ouvert. Cela a encouragé les marchés à tenir compte de plus en plus de la probabilité que les taux d'intérêt aient atteint un sommet et que la Réserve fédérale commence à réduire ses taux au cours de la prochaine année. Un examen des dépenses de consommation personnelles (DPC), qui est une autre mesure de l'inflation différente de l'IPC, montre une trajectoire descendante continue des variations en pourcentage d'une année à l'autre, et les données annualisées sur trois mois laissent supposer qu'un ralentissement plus important pourrait se profiler à l'horizon (figure 2).

Ces données économiques ont entraîné un assouplissement notable des commentaires de la Réserve fédérale, y compris les projections médianes du Federal Open Market Committee (FOMC) prévoyant dorénavant plusieurs réductions de taux en 2024.

Le moment précis où les réductions de taux commenceront est probablement secondaire par rapport au taux de changement, les marchés tenant actuellement compte d'une politique d'assouplissement beaucoup plus draconienne que celle annoncée par la Fed.

Une Fed plus accommodante et une inflation mieux maîtrisée sont les bienvenues, mais ne garantissent pas un atterrissage en douceur. En fait, l'assouplissement des conditions financières, bien qu'il soit avantageux pour les consommateurs et les entreprises, risque de nuire aux progrès futurs sur le plan de l'inflation, ce qui pourrait compromettre le rythme de l'assouplissement des politiques. Il va sans dire qu'il y a un certain nombre de variables en jeu et que les progrès ne se feront pas toujours en ligne droite.

Les nouvelles ne sont pas toutes roses en cette fin d'année et l'évolution de la situation en Chine doit être surveillée. L'année 2023 a été plutôt morose pour l'économie chinoise qui devrait se remettre d'une année 2022 marqué par des confinements, bien que les difficultés dans le secteur immobilier aient eu de nombreuses répercussions, en particulier sur la confiance des consommateurs. Des mesures de relance sont attendues, mais on s'attend actuellement à ce qu'elles soient modérées plutôt que draconiennes, ce qui réduit le potentiel d'une accélération significative de l'activité.

À l'aube de 2024, il est important de trouver un équilibre entre l'évolution positive de l'économie et les prix déjà établis sur les marchés. Bien que les perspectives s'annoncent positives, nous constatons que les marchés des capitaux affichent un excellent niveau d'optimisme à la fin de l'année. La fin de l'année s'est également accompagnée d'une très faible volatilité qui ne devrait pas se poursuivre sans interruption. Les conflits mondiaux et les cycles électoraux qui persistent dans un certain nombre d'économies importantes, dont les États-Unis, pourraient faire planer une incertitude passagère sur les perspectives.

FIGURE 1 : LES TAUX DU TRÉSOR AMÉRICAIN À 10 ANS TERMINENT L'ANNÉE AU MÊME POINT QU'EN DÉBUT D'ANNÉE

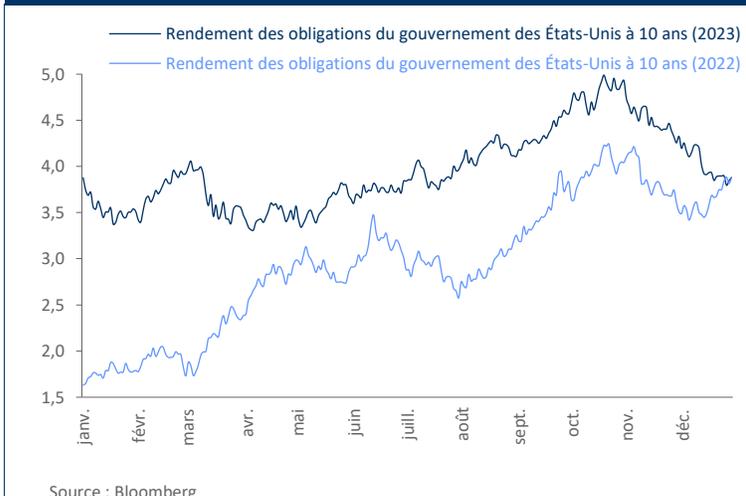
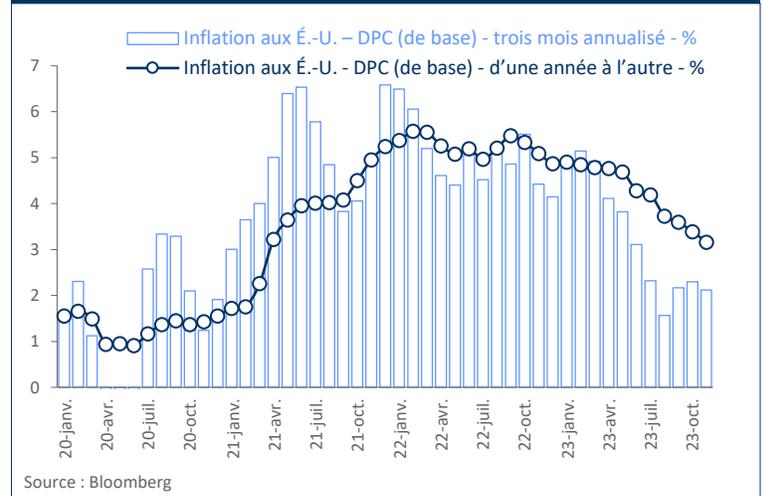


FIGURE 2 : LA BAISSÉ DE L'INFLATION DE BASE SE POURSUIT



MARCHÉS BOURSIERS | À LA MI-OCTOBRE, LE POINT Tournant D'UNE REPRISE GÉNÉRALISÉE EN FIN D'ANNÉE

Rendements des indices boursiers

	T4 2023 (\$ CA)	T4 2023 (\$ US)	Cumul annuel 2023 (\$ CA)	Cumul annuel 2023 (\$ US)
Mondiaux (nets)	8,7 %	11,4 %	20,5 %	23,8 %
Canadiens	8,1 %		11,8 %	
Sociétés canadiennes à petites capitalisations	6,0 %		4,8 %	

Les marchés boursiers ont fortement progressé à la mi-octobre, les taux d'intérêt ayant reculé depuis leurs sommets (figure 3). L'élan s'est poursuivi jusqu'à la fin de l'année et comprenait également un élargissement des gains du marché au-delà d'actions comme les « Magnificent 7 ». Le changement d'opinion est attribuable à la diminution des craintes à l'égard de l'impossibilité de gérer l'inflation et à la marge de manœuvre dont la Réserve fédérale américaine (la « Fed ») dispose pour éviter un atterrissage brutal. Bien que la vigueur ait été généralisée pendant le trimestre, certains des secteurs les plus performants du marché ont été les secteurs sensibles aux taux d'intérêt et les sociétés endettées qui avaient subi des pressions pendant la majeure partie de l'année.

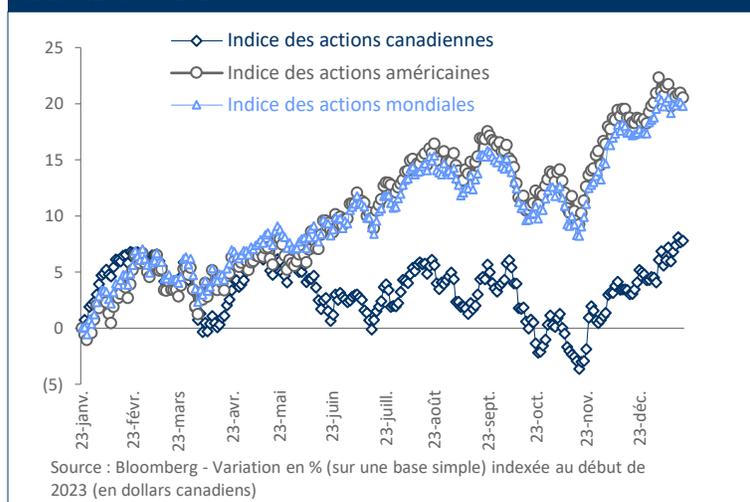
CADRE DE BIM SUR LES ACTIONS

Bien que le recul des taux d'intérêt et la plus grande souplesse de la Fed réduisent la probabilité d'une récession, des doutes persistent quant à l'ampleur de la croissance au cours de la prochaine année. Certains secteurs « en début de cycle », comme les biens de consommation, ont déjà subi plusieurs trimestres de décélération ou de baisse pure et simple de la demande, bien qu'une hausse de la confiance des consommateurs américains puisse signaler une certaine amélioration à venir (figure 4). En revanche, les secteurs d'activité axés sur la fin du cycle, comme ceux de la construction et de l'exploitation des ressources, ont commencé à connaître un certain ralentissement. Cela dit, un contexte de taux d'intérêt plus bas favoriserait la croissance des secteurs tout au long du cycle économique et allégerait la pression sur les marchés émergents et d'autres régions internationales. Cela comprendrait la Chine et l'Europe de l'Ouest, dont les économies ont moins bien fait ou perdu de leur élan en 2023. **Il y a quelques mois à peine, les perspectives de l'économie n'étaient pas si encourageantes, bien que l'incertitude demeure.**

MARCHÉS MONDIAUX

Bien qu'un contexte de taux d'intérêt plus bas devrait fournir un soutien considérable aux secteurs et aux régions qui ont connu un ralentissement pendant plusieurs trimestres, il demeure difficile d'évaluer avec précision dans quelle mesure cela compensera la faiblesse de la demande qui devrait se maintenir. Pour surmonter ces

FIGURE 3 : FORTE PROGRESSION DES ACTIONS DANS L'ENSEMBLE DU MARCHÉ AU T4 2023



incertitudes, notre cadre de placement met l'accent sur une sélection rigoureuse des titres et vise à équilibrer les expositions selon divers scénarios économiques potentiels.

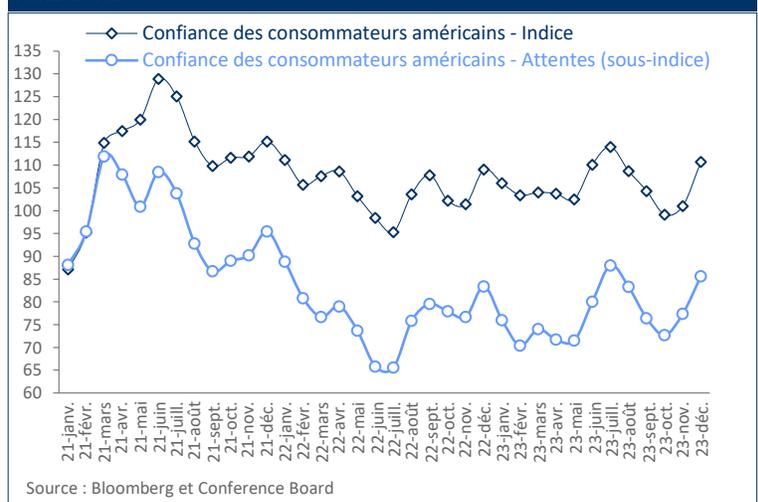
Notre approche axée sur la qualité s'est révélée efficace pour repérer des entreprises attractives dont les évaluations sont raisonnables dans divers secteurs et régions. Compass Group est un exemple d'une société de services aux consommateurs dont les flux de bénéfices sont moins volatils. Il s'agit d'une entreprise mondiale de services de traiteur alimentaire bénéficiant de facteurs séculaires qui, combinés à une clientèle couvrant une vaste gamme de secteurs, réduisent sa sensibilité aux conditions économiques sous-jacentes. À l'autre extrémité du spectre, nous avons repéré des sociétés qui sont bien positionnées pour tirer parti d'une reprise éventuelle de la croissance dans des régions clés comme la Chine et l'Europe. Schneider Electric, qui se concentre sur les solutions de gestion et d'automatisation de l'énergie et qui est bénéficiaire de la demande croissante pour la transformation numérique, exerce plus de la moitié de ses activités dans ces deux régions. Cette approche équilibrée crée un portefeuille bien étoffé et adaptable qui devrait être bien placé pour composer avec les diverses conditions du marché et offrir des rendements durables ajustés en fonction du risque.

MARCHÉ CANADIEN TOUTES CAPITALISATIONS

Les actions des banques canadiennes ont affiché de solides rendements au quatrième trimestre, en raison du retrait partiel de certains obstacles auxquels le secteur était confronté. L'amélioration des perspectives d'un atterrissage en douceur a permis d'atténuer les craintes à l'égard d'un éventuel cycle de crédit qui obligerait les banques à absorber des pertes sur créances considérables, et il y a eu amélioration sur le plan réglementaire. La réserve pour stabilité intérieure (RSI) sert de coussin pour couvrir les pertes en période d'incertitude financière et est établie deux fois par année, en juin et en décembre. Le marché prévoyait une nouvelle augmentation, l'annonce du maintien à 3,5 % a donc été une surprise agréable. Les banques n'avaient donc pas l'obligation d'accroître davantage leurs réserves de capital, ce qui pourrait avoir des répercussions positives sur les bénéfices et la croissance des dividendes ainsi que sur le rendement des capitaux propres. Bien qu'il soit possible que les niveaux de fonds propres requis augmentent à l'avenir, le niveau actuel de 3,5 % demeure considérablement plus élevé que le niveau antérieur à la COVID, soit 2,25 %.

La première Journée des investisseurs de la Banque Scotia depuis l'arrivée du nouveau chef de la direction, Scott Thomson, est également digne de mention. Le renouvellement stratégique insiste sur la rentabilité des clients plutôt que le volume, l'efficacité opérationnelle et une réattribution ciblée du capital. À l'avenir, 90 % du capital supplémentaire sera affecté aux secteurs prioritaires (y compris les régions de l'ACEUM et la gestion de patrimoine), comparativement à 70 % par le passé. La stratégie semble solide et l'atteinte des cibles serait avantageuse pour les actionnaires.

FIGURE 4 : LÉGER REBOND DE LA CONFIANCE DES CONSOMMATEURS AMÉRICAINS



MARCHÉ CANADIEN DES SOCIÉTÉS À PETITES CAPITALISATIONS

Après avoir amorcé le quatrième trimestre sur une dynamique négative, les marchés à risque ont poursuivi leur progression jusqu'à la fin de l'année. Les données économiques favorables, à savoir le ralentissement de l'inflation et les signaux des banques centrales, ont amélioré les perspectives de fin des hausses coordonnées des taux d'intérêt qui ont marqué les dix-huit derniers mois. Les taux d'intérêt ont chuté, les titres sensibles aux taux d'intérêt se sont négociés à des prix plus élevés et une reprise s'est opérée jusqu'à la fin de 2023.

En dépit de la levée de fonds bien accueillie, l'année a été difficile pour les sociétés canadiennes à petites capitalisations. Nous avons déjà écrit au sujet de la faible étendue de ce marché et des petites entreprises laissées pour compte. Bien que l'étendue se soit améliorée au cours du T4 2023, le rendement de l'année a été réparti en fonction de la capitalisation boursière. Sur les 460 actions canadiennes environ que nous suivons, le rendement médian du quartile supérieur (grandes sociétés) a été de +12 %, celui du deuxième quartile de +3 %, celui du troisième quartile de +2 % et celui du quartile inférieur (petites sociétés) de -13 %. Au cours de la dernière année, les investisseurs dans les actions de sociétés à petite capitalisation ont lutté vigoureusement contre cette tendance.

L'envers de la médaille de cette analyse rétrospective se fonde sur les possibilités à venir. Compte tenu des valorisations actuelles de ce même groupe d'actions canadiennes, le plus important groupe se négocie actuellement à un cours inférieur de 5 % par rapport à sa moyenne sur cinq ans, le deuxième groupe se négocie à un cours inférieur de 17 %, le troisième groupe se négocie à un cours inférieur de 20 % et le plus petit groupe se négocie à un cours inférieur de 32 %. Le simple retour à la moyenne suppose des rendements futurs plus élevés pour les actions de sociétés à petite capitalisation. De plus, à mesure que les taux d'intérêt se maintiendront et

diminueront éventuellement, les difficultés antérieures sur les valorisations et les transactions deviendront un facteur favorable pour les actions de sociétés à petite capitalisation et la croissance des flux de trésorerie disponibles devrait accélérer.

PLEINS FEUX SUR LA THÈSE DE BIM CONCERNANT LES ACTIONS

Equitable Group (EQB), qui est devenu la septième banque de l'annexe I en importance au Canada, est un exemple d'entité de petite et moyenne capitalisation qui a surmonté ces obstacles. La banque qui fait office de « nouveau concurrent », a affiché un rendement solide au cours de l'année (+57 %) par rapport au secteur bancaire (+9 %) et a également affiché un rendement nettement supérieur sur trois ans (CAC de +22 % par rapport à +11 % pour les actions bancaires).

Ces rendements solides pour les actionnaires ont permis une croissance remarquable de l'entreprise. En 2023, EQB a enregistré une croissance à deux chiffres du bénéfice par action et un rendement des capitaux propres (RCP) de 17 %, tandis que les grandes banques se sont battues pour contenir ou atténuer les baisses. EQB a bien géré le contexte de hausse des taux d'intérêt; sa stratégie axée sur le numérique, sans emplacement physique, lui a permis d'être concurrentielle en matière de coûts, tandis que des sources de financement plus diversifiées et des frais de souscription rigoureux ont permis de protéger les marges nettes d'intérêt.

Malgré le solide rendement du cours de l'action, l'évaluation d'EQB demeure peu élevée et présente un ratio cours/bénéfice prospectif d'environ 7 fois (conforme à sa moyenne sur cinq ans), soit un escompte de 30 % par rapport aux six grandes banques. La fin de son exercice étant maintenant alignée sur celle des grandes banques (ce qui facilite la comparabilité) et la poursuite d'une croissance de la valeur comptable par action et du RCP d'environ 15 %, nous nous attendons à ce que cet écart se rétrécisse au cours des prochaines années.

MARCHÉ DES TITRES À REVENU FIXE | LA PERCEPTION D'UN CHANGEMENT DE POLITIQUE A ENTRAÎNÉ UNE IMPORTANTE RÉVISION DES TAUX LE LONG DE LA COURBE

	T4 2023	Cumul annuel 2023
Canadiens	8,3 %	6,7 %

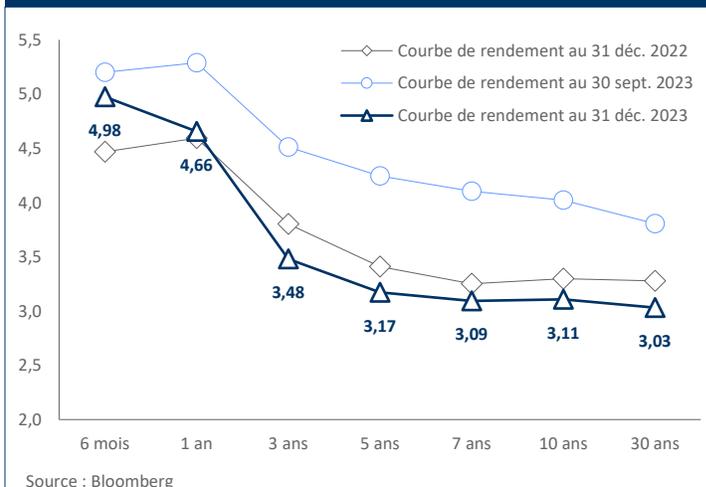
La Réserve fédérale américaine (la « Fed ») et la Banque du Canada (la « BdC ») ont indiqué que leurs taux de financement à un jour avaient atteint (ou étaient sur le point d'atteindre) un sommet. **Selon les procès-verbaux de la dernière réunion de la Fed, 17 des 19 membres du comité prévoient au moins une réduction des taux d'intérêt en 2024 et 11 prévoient au moins trois réductions, en précisant que leurs prévisions économiques comportent un degré élevé d'incertitude.** D'autres commentaires dignes de mention se trouvent dans le procès-verbal, notamment que la dynamique de l'offre et de la demande pour les produits et la main-d'œuvre est plus équilibrée et que les risques pour l'économie présentent un biais à la hausse. Les marchés financiers ont interprété cette information comme un tournant dans les politiques et anticipent des réductions de taux dès la réunion de mars 2024. Au cours du trimestre, les rendements des obligations du gouvernement américain ont chuté de 25 à 60 points de base sur l'ensemble de la courbe. La Fed a constamment insisté sur le fait que les conditions financières actuelles peuvent soit soutenir, soit retarder ses progrès vers l'atteinte des cibles d'inflation, et les données économiques à venir devront donc être examinées minutieusement.

La Banque du Canada a indiqué que l'économie canadienne ne fait plus face à une demande excédentaire, mais que les l'inflation des salaires et l'inflation de base demeurent supérieures aux niveaux cibles. En fait, la BdC a indiqué qu'elle serait prête à maintenir des taux élevés, voire à les augmenter si les données économiques le justifiaient, tout en gardant un œil attentif sur les perspectives d'inflation des consommateurs et des entreprises. Malgré certains commentaires prudents, les rendements des obligations d'État canadiennes ont chuté de 25 à 66 points de base sur l'ensemble de la courbe au cours du trimestre, la plus forte chute ayant eu lieu dans la partie à court terme (figure 5). Les écarts sur les obligations de sociétés canadiennes ont également rétréci au cours du trimestre, s'établissant entre 5 et 10 points de base sur l'ensemble de la courbe.

CADRE DE BIM SUR LES TITRES À REVENU FIXE

La baisse des taux et le resserrement des écarts de taux des obligations de sociétés ont conjointement permis aux marchés des titres à revenu fixe de terminer l'année en force. Les portefeuilles ont bénéficié d'une surpondération dans les écarts de taux (provinciaux et sociétés). Les titres de sociétés sont concentrés dans la partie 10 ans et moins de la courbe, une partie de ces titres devant venir à échéance au cours des 18 prochains mois. Les fluctuations de la courbe et le resserrement des écarts des obligations de sociétés ont été moins favorable à l'extrémité à court terme de la courbe (18 mois et moins), mais cette extrémité sera également moins sensible à toute augmentation de la volatilité si elle devait se produire. De plus, à mesure que ces obligations viendront à échéance, elles seront réinvesties de façon opportuniste sur l'ensemble 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 2024 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.