4Q24 | LE SECOND MANDAT DE TRUMP EST SOURCE D'ANXIÉTÉ ET DE POSSIBILITÉS

CONTEXTE D'INVESTISSEMENT

- L'actualité pourrait engendrer une plus grande volatilité, mais les perspectives de rendement devraient s'améliorer si la politique commerciale des États-Unis est moins agressive que la rhétorique de Trump.

MARCHÉS BOURSIERS

- Les marchés boursiers américains ont réagi plus favorablement à la victoire électorale de Trump et à son programme politique que les autres bourses régionales.

MARCHÉS DES TITRES À REVENU FIXE

- Les mesures d'assouplissement de la banque centrale devraient se poursuivre, mais à un rythme plus modéré que l'année dernière.

CONTEXTE D'INVESTISSEMENT | SOLIDE SI LA POLITIQUE COMMERCIALE EST MOINS AGRESSIVE QUE LA RHÉTORIQUE

Les elections qui se sont déroulées récemment dans le monde entier n'ont pas été favorables aux gouvernements en place, la grande majorité d'entre eux ayant perdu des voix ou le pouvoir. Les électeurs semblent blâmer les partis au pouvoir pour la hausse du coût de la vie, même si l'inflation, souvent liée à la pandémie, est maintenant maîtrisée. Cette tendance s'est poursuivie avec la victoire de Donald Trump à l'élection présidentielle américaine, qui a eu des répercussions considérables sur le commerce mondial, le contexte géopolitique et les marchés financiers.

Si chaque électeur peut évaluer l'économie en fonction de son incidence sur sa situation personnelle, au niveau global, l'économie américaine a enregistré des résultats impressionnants, tant en termes absolus que comparativement à d'autres pays développés (figure 1). Les estimations consensuelles pour la croissance du PIB américain en 2024 ont augmenté au fur et à mesure que l'année avançait, et les premières prévisions pour 2025 laissent présager d'autres bonnes nouvelles. Les surprises agréables risquent d'être moins nombreuses que l'an dernier, même si l'orientation pro-entreprise du président élu Trump en matière de déréglementation et de réductions d'impôts devrait soutenir l'économie nationale.

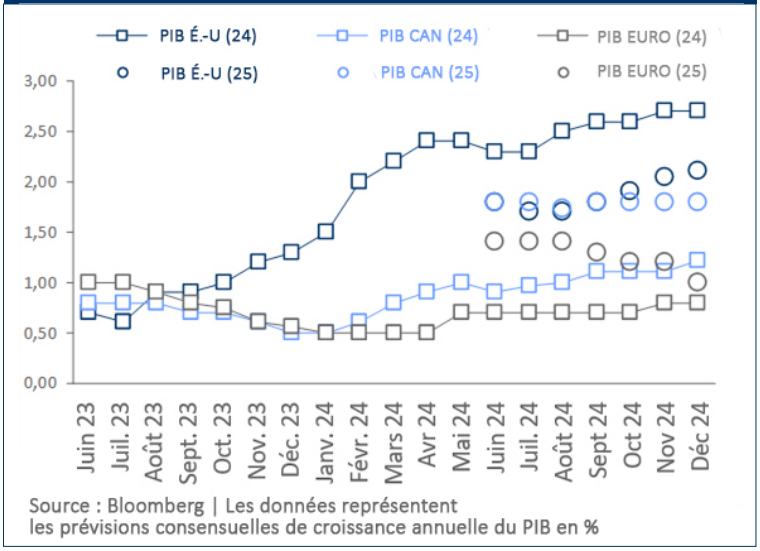
La politique commerciale du prochain gouvernement américain constitue la plus grande inconnue pour l'économie mondiale. La menace d'une imposition généralisée de tarifs douaniers sur les exportations vers le marché américain a été mise en avant pendant la campagne électorale, et a depuis été réitérée par l'intermédiaire des médias sociaux. Les prévisions pour les partenaires commerciaux restent très incertaines, bien qu'historiquement, seules certaines menaces tarifaires sont mises à exécution, la plus grande partie étant utilisée comme moyen d'accélérer le règlement des différends. Nous pensons que Trump appliquera une politique tarifaire plus ciblée à l'égard de ses partenaires amicaux, et plus générale à l'égard des pays perçus comme des rivaux.

Même si Trump pourrait agir de manière plus mesurée que ne le laisse entendre son discours, une grande incertitude pèse lourdement sur les régions dont les économies axées sur l'exportation dépendent du commerce mondial. L'éventualité de la mise en place de tarifs, combinée à l'instabilité politique dans plusieurs pays européens et aux difficultés persistantes en Chine, a mis en évidence la divergence des trajectoires entre les principales régions économiques. La politique commerciale des États-Unis devrait se préciser après l'investiture du président, fin janvier, et sera suivie de près par le marché. La question, ainsi que les répercussions pour le Canada, est abordée de manière plus approfondie dans la section « Marchés boursiers » qui suit.

Les mesures d'assouplissement des banques centrales ont été favorables aux marchés financiers et devraient se poursuivre au cours de l'année à venir, bien que de manière moins spectaculaire (figure 2). Les marchés seront sensibles aux écarts par rapport à la trajectoire d'assouplissement actuellement prévue, qui reste une variable clé pour l'avenir. La Réserve fédérale américaine devrait agir à un rythme plus lent que d'autres banques centrales, y compris la Banque centrale européenne, en raison des différences de perspectives décrites ci-dessus. Cette dynamique s'est également manifestée sur les marchés des changes, où le dollar américain a été fort pendant la période qui a précédé et suivi l'élection américaine.

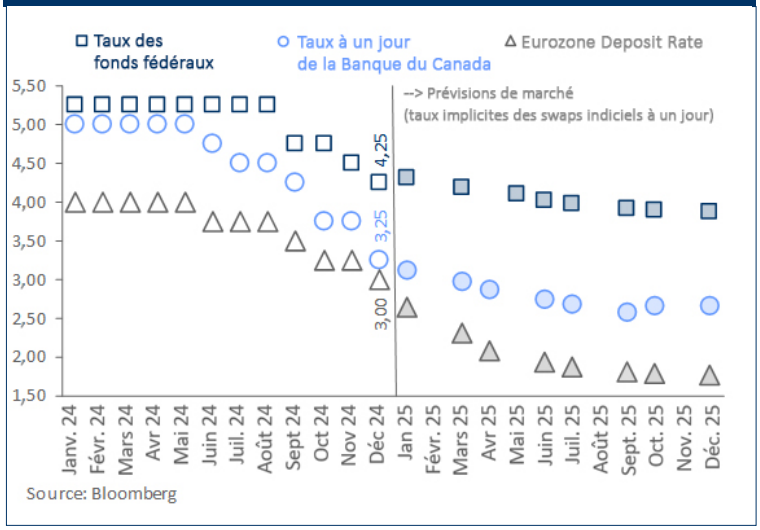
Les rendements devraient être positifs, bien que moins élevés que l'année dernière, mais les marchés risquent d'être plus volatils en raison de l'actualité. Cette opinion pose comme hypothèse que la guerre commerciale restera à l'état de menace. La réalisation de cette menace demeure un risque important. Une mise en œuvre trop large des tarifs douaniers importerait l'inflation aux États-Unis, n'abaisserait pas le coût de la vie, une préoccupation importante des électeurs, et compliqueraient la prise de mesures d'assouplissement par la Réserve fédérale. En fin de compte, il est dans l'intérêt de Trump d'agir de manière rationnelle.

FIGURE 1 : LES ÉTATS-UNIS FONT MIEUX QUE LEURS PAIRS DÉVELOPPÉS



Source : Bloomberg | Les données représentent les prévisions consensuelles de croissance annuelle du PIB en %

FIGURE 2 : LES MESURES D'ASSOUPLISSEMENT DE LA BANQUE CENTRALE DEVRAIENT SE POURSUIVRE



Source: Bloomberg

MARCHÉS BOURSIERS | DES RENDEMENTS DES PRINCIPAUX INDICES MONDIAUX POUR « L'AMÉRIQUE D'ABORD »

Rendements de l'indice boursier	T4 2024 ($ CA)	T4 2024 ($ US)	CUM 2024 ($ CA)	CUM 2024 ($ US)
Monde (net)	6,3 %	-0,2 %	29,4 %	18,7 %
Canadiens	3,8 %		21,6 %	
Sociétés canad. à petite cap.	0,7 %		18,8 %	

Les élections présidentielles américaines ont été le point tournant du trimestre, les marchés ayant tenu compte des incidences potentielles d'un second mandat de Trump. Prise au pied de la lettre, la politique commerciale « America First » de Trump imposerait des tarifs sur tous les produits entrant aux États-Unis et perturberait probablement les flux commerciaux mondiaux tout en attisant l'inflation. La politique qui sera finalement mise en place pourrait être plus ciblée, mais ces menaces engendrent une incertitude qui pèse sur les secteurs et les zones géographiques sensibles au commerce international ou à la hausse des taux d'intérêt américains à long terme (qui ont augmenté en raison de la menace d'une l'inflation plus élevée). Les secteurs exposés au commerce, tels que les produits industriels et la consommation discrétionnaire, ont sous-performé, tout comme les secteurs défensifs traditionnels, tels que l'immobilier, qui a subi la pression des taux d'intérêt à long terme plus élevés. Les actions du secteur de la technologie ont mieux fait, en particulier celles qui sont liées à la forte croissance de l'intelligence artificielle (IA). Les actions du secteur des services financiers ont également enregistré de solides gains, en raison de l'évolution de la courbe de rendement. Au niveau régional, les actions américaines ont surperformé au quatrième trimestre en raison d'une pondération significative dans le secteur de la technologie, de perspectives économiques locales solides et d'une diminution de l'incertitude liée au commerce (figure 3).

CADRE DE BIM SUR LES ACTIONS

L'instabilité politique qui règne dans plusieurs pays européens, les obstacles à la croissance en Chine et le risque de perturbation causée par la politique commerciale des États-Unis ont rendu les perspectives plus incertaines. Pour s'orienter dans un tel contexte, notre cadre d'investissement « qualité-valeur» axé sur la sélection d'entreprises de qualité se négociant à des valorisations raisonnables est plus que jamais d'actualité. Nous accordons toujours la priorité aux entreprises dont les fondamentaux sont solides, qui disposent d'avantages concurrentiels durables et qui ont toujours fait preuve de résistance, même dans des conditions de marché volatiles.

En même temps, une composition équilibrée du portefeuille reste essentielle. En nous diversifiant sur le plan géographique et sectoriel, nous atténuons les risques liés à l'incertitude macroéconomique, tout en améliorant le potentiel de rendement alors que la situation mondiale évolue. Le maintien de cette approche flexible et diversifiée sera essentiel pour gérer les risques et repérer les opportunités de croissance de la prochaine année, car les incertitudes politiques, économiques et géopolitiques devraient persister.

MARCHÉS MONDIAUX

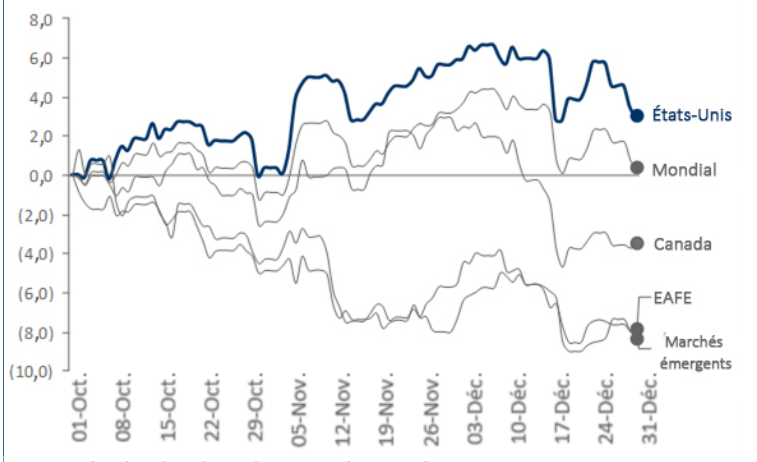
Cette année, l'économie américaine s'est distinguée de celle de la plupart des autres pays en dépassant constamment les attentes, tout en maintenant de solides perspectives pour l'année à venir. L'introduction de risques liés aux tarifs douaniers a ajouté de la complexité aux perspectives de croissance mondiale qui connaissaient déjà quelques faiblesses. Ces risques ont affecté de manière disproportionnée les régions autres que les États-Unis, comme l'Europe et les marchés émergents, où la dépendance à l'égard du commerce international et de la croissance tirée des exportations est plus importante. **L'écart croissant entre les conditions économiques des différentes régions s'est également répercuté sur les marchés boursiers, les États-Unis affichant des performances nettement supérieures à celles de la plupart des autres bourses régionales.**

Bien que l'accent mis sur les sociétés américaines de haute qualité ait été la pierre angulaire de nos portefeuilles, nous pensons qu'il est tout aussi important de maintenir une exposition stratégique aux sociétés de qualité dont les revenus proviennent d'Europe et d'Asie, en particulier compte tenu des opportunités de valeur relative qui existent actuellement dans ces régions. Malgré l'incertitude politique et économique en Europe et en Asie, nous avons repéré des secteurs et des sociétés sous-évalués par rapport à leurs perspectives de croissance à long terme.

MARCHÉ CANADIEN TOUTES CAPITALISATIONS

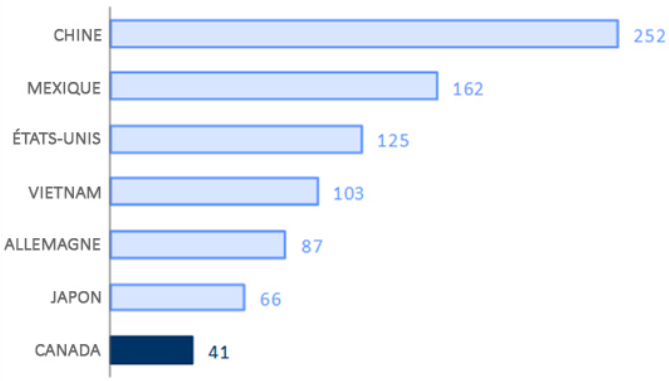
Les menaces liées à l'imposition généralisée de droits de douane de 25 % sur les exportations canadiennes vers les États-Unis jusqu'à ce que l'immigration illégale et l'importation de drogues soient maîtrisées ont montré que M. Trump était prêt à se montrer agressif, même à l'égard des partenaires commerciaux de l'accord de libre-échange nord-américain. Le choix du Canada comme première cible est plutôt surprenant, étant donné son déséquilibre commercial beaucoup plus faible que celui de nombreuses autres régions (figure 4). En outre, le déficit commercial provient surtout des exportations de pétrole et de gaz, qui sont des intrants essentiels pour l'infrastructure de raffinage américaine et qui contribuent à maintenir les prix à la pompe à un niveau abordable. Le gouvernement canadien a réagi rapidement en communiquant aux autorités américaines un plan d'amélioration de la sécurité aux frontières, lors d'une réunion qualifiée de productive, mais qui n'a pas permis d'obtenir un sursis sur les tarifs potentiels. À l'heure où nous mettons sous presse, la démission prévue du premier ministre Trudeau et des rumeurs courent que M. Trump pourrait limiter l'imposition de tarifs douaniers aux importations à l'échelle mondiale aux seuls secteurs jugés essentiels pour la sécurité nationale ou économique. La situation demeure fluide, mais dans l'hypothèse d'une issue raisonnable, une éventuelle plus grande clarté devrait être favorable au marché canadien. Les producteurs de biens ont été les plus touchés par les rumeurs de tarifs, et l'exposition de nos portefeuilles à ces producteurs se trouve dans des entreprises de haute qualité avec des opérations flexibles capables de s'adapter à une situation en évolution.

FIGURE 3 : INDICES MONDIAUX SOUTENUS PAR LE MARCHÉ AMÉRICAIN



Source : Bloomberg | Rendement boursier simple en % en $ US par rapport au 30 sept. 2024

FIGURE 4 : DE NOMBREUX PARTENAIRES COMMERCIAUX DES ÉTATS-UNIS DEVANCENT LE CANADA



Déficit commercial des États-Unis en 2023, en dollars américains
(base de la balance des Paiements [biens et services])
Source : Bloomberg

MARCHÉ CANADIEN DES PETITES CAPITALISATIONS

Dans l'ensemble, les marchés boursiers ont connu une bonne année, les actions canadiennes ayant progressé pendant la plus grande partie du quatrième trimestre avant de terminer le mois de décembre sur un léger repli. La victoire éclatante de Donald Trump aux élections américaines a propulsé les marchés à risque. En effet, l'enthousiasme pour la déréglementation et la position favorable à l'entreprise ont atténué les craintes liées aux intentions plus protectionnistes de Trump. Les taux d'intérêt à moyen et long terme ont fortement augmenté lors de la mise en place des mesures d'assouplissement de la Réserve fédérale en septembre, les investisseurs en obligations étant de nouveau préoccupés par la persistance de l'inflation et des taux structurellement plus élevés.

Les sociétés à petite capitalisation non liées aux ressources naturelles ont connu des hauts et des bas au cours de l'année. La baisse des taux a entraîné un regain d'intérêt pour les petites entreprises et les sociétés qui n'avaient plus la cote. Toutefois, cette tendance s'est partiellement inversée vers la fin de l'année (en suivant les taux), faisant de 2024 un autre marché dominé par les grandes capitalisations.

Les secteurs de la finance et des technologies de l'information ont été les moteurs du portefeuille tout au long de l'année. Propel Holdings (PRL) a dominé le secteur financier avec une forte croissance des bénéfices et une amélioration de sa notation de crédit, les volumes et la souscription continuant de surprendre à la hausse. Dans le secteur de la technologie, Softchoice (SFTC) a terminé l'année 2024 avec deux gains importants pour les actionnaires : 1) un dividende spécial de 4 $ l'action au T1, qui témoignait d'une grande confiance en les capacités de génération de flux de trésorerie de la société et, 2) une offre privée d'achat de 24,50 $ comportant une prime, ce qui s'inscrit dans le thème des F&A sous-évaluées.

PLEINS FEUX SUR LA THÈSE DE BIM CONCERNANT LES ACTIONS

L'intelligence artificielle (IA) a été un thème d'investissement dominant auquel nous sommes quelque peu exposés par l'intermédiaire de nos investissements dans des entreprises de très grande taille telles que Microsoft, Amazon et Alphabet. Cependant, nous recherchons une exposition plus directe aux sociétés de semi-conducteurs qui sont selon nous sous-évaluées, étant donné leur potentiel de croissance à long terme séculaire.

Nos avons récemment ajouté à notre portefeuille Marvell, un acteur essentiel de l'écosystème de l'IA. Marvell est spécialisée dans le développement de puces ASIC AI personnalisées pour les entreprises de très grande taille, ainsi que dans l'offre de connectivité optique à haut débit essentielle pour les opérations d'IA au sein des centres de données. La société dispose ainsi d'un portefeuille de premier ordre dans les domaines de l'informatique, de l'interconnexion, de la commutation et du stockage. La croissance du chiffre d'affaires de la société s'est récemment accélérée, car ses clients de très grande taille commencent à déployer ses puces d'accélération ASIC exclusives, et elle a signé des contrats de conceptions qui créent une piste pour la croissance future. Sa performance financière dépasse déjà les objectifs précédemment fixés pour ses activités dans le domaine de l'IA.

L'équipe de direction de Marvell a transformé son portefeuille de produits au fil du temps, en partie grâce à des acquisitions stratégiques qui ont contribué à faire de l'entreprise l'acteur essentiel du secteur qu'elle est aujourd'hui. La société est bien placée pour conquérir des parts supplémentaires d'un marché potentiel total (MPT) déjà important et en forte croissance, car ses clients aux moyens importants développent leurs solutions de centres de données liées à l'IA pour les années à venir

MARCHÉS DES TITRES À REVENU FIXE | POURSUITE DE L'INFLEXION DE LA COURBE DES RENDEMENTS AVEC UNE BAISSE DE LA PARTIE COURTE

Rendements de l'indice des titres à revenu fixe		
	T4 2024	CUM 2024
Canadiens	0,0 %	4,2 %

Bien qu'il y ait eu des hauts et des bas, la confiance envers les perspectives économiques de l'Amérique du Nord est globalement allée en s'améliorant pendant l'année. L'opinion consensuelle au début de l'année 2024 a fait naître l'espoir d'un atterrissage en douceur, les cours des actions reflétant une quasi-certitude à la fin de l'année. La fin de l'année a également vu les attentes concernant le nombre de baisses de taux revues à la baisse.

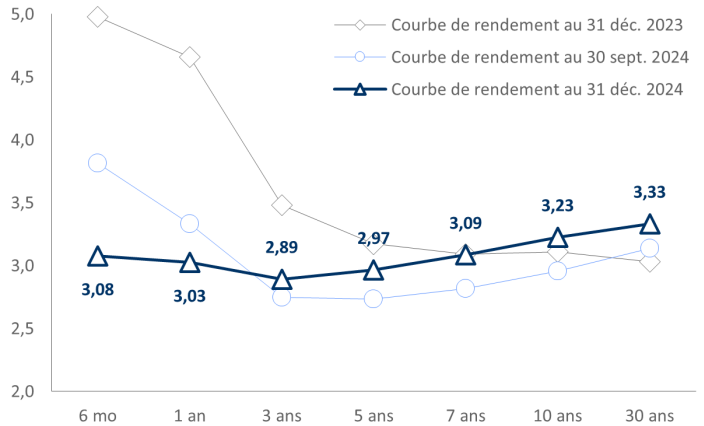
Au quatrième trimestre, la courbe des rendements canadiens a quelque peu pivoté, la partie courte de la courbe se resserrant d'environ 30 points de base et les parties moyenne et longue s'élargissant de plus de 20 points de base (figure 5). Aux États-Unis, les taux d'intérêt ont augmenté sur l'ensemble de la courbe, la partie courte augmentant d'environ 14 points de base et les parties moyenne et longue de la courbe augmentant jusqu'à 78 points de base. Ces mouvements ont contribué à creuser l'écart entre les rendements des obligations d'État des États-Unis et du Canada au cours de l'année. Au début de l'année, la courbe américaine était supérieure d'environ 36 points de base à celle du Canada à court terme et de 100 points de base à long terme, ces écarts atteignaient 130 points de base à court terme et de 144 points de base à long terme à la fin de l'année.

En ce qui concerne les décisions futures de la banque centrale, les attentes concernant le rythme des réductions de taux par la Fed ont été revues à la baisse, car la progression vers l'inflation cible de 2,0 % a ralenti alors que l'optimisme envers l'économie s'est accru. L'inflation n'est peut-être pas une préoccupation centrale pour la Banque du Canada (BdC) à l'heure actuelle, mais d'autres incertitudes sont apparues. La promesse de l'administration Trump nouvellement élue d'imposer des tarifs globaux au Canada et au Mexique assombrit les perspectives économiques, et les attentes du marché concernant les deux (plus ou moins) réductions de taux par la BdC en 2025 pourraient évoluer en fonction des nouveaux développements sur le front du commerce extérieur.

CADRE DE BIM SUR LES TITRES À REVENU FIXE

Au cours du quatrième trimestre, les mouvements de portefeuille se sont portés vers le haut de la structure du capital et l'accroissement de la liquidité des positions. Une certaine exposition aux créances de second rang et subordonnées a été remplacée par des émissions d'un rang supérieur et les obligations de sociétés qui émettent fréquemment des obligations et dont la base d'investisseurs est plus diversifiée ont été préférées à des offres plus spécialisées. Nous avons également réduit notre surpondération dans les titres d'emprunt provinciaux pour accroître notre position dans les titres d'emprunt du gouvernement du Canada. La duration du portefeuille est actuellement plus longue que celle de l'indice de référence et devrait se rapprocher de la neutralité au cours du premier semestre de 2025. Le portefeuille continue de mettre l'accent sur la liquidité, car cela nous permet de saisir les occasions présentées par les perturbations du marché.

FIGURE 5 : INDICES MONDIAUX SOUTENUS PAR LE MARCHÉ



Source: Bloomberg

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 2025 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 de toute reproduction à info@barrantagh.com