

T1 2025 | LA POLITIQUE DE LA CORDE RAIDE EN MATIÈRE DE TARIFS DOUANIERS DÉSTABILISE LES MARCHÉS FINANCIERS

CONTEXTE D'INVESTISSEMENT

- L'incertitude liée au commerce et aux tarifs douaniers perturbe les marchés financiers. Malgré l'intransigeance du discours, il y a encore moyen d'envisager une porte de sortie.

MARCHÉS BOURSISERS

- Les marchés européens jouent un rôle de premier plan, alors que l'exceptionnalisme américain perd un peu de son éclat. L'orientation à court terme sera déterminée par les discussions commerciales

MARCHÉS DES TITRES À REVENU FIXE

- La BdC a effectué deux réductions de taux au cours du trimestre. La volatilité actuelle des rendements est due à la discordance entre l'évolution de l'inflation et les attentes de croissance.

CONTEXTE D'INVESTISSEMENT | L'INCERTITUDE COMMERCIALE CRÉE DES REMOUS SUR LES MARCHÉS

Qu'il s'agisse de questions relatives à l'efficacité du gouvernement, à la politique étrangère, à la sécurité des frontières ou au commerce, l'administration Trump a agi avec une rapidité vertigineuse pour faire avancer son programme au cours des premiers mois de son mandat. Alors que les investisseurs ont acclamé la victoire électorale de Trump en pensant que la priorité serait donnée aux réductions d'impôts et à la déréglementation qui soutiendraient la croissance économique, les initiatives menées jusqu'à présent se sont concentrées sur le commerce et sur l'établissement d'une politique tarifaire bien plus extrême que les marchés ne l'avaient anticipé.

Le commerce a également été au centre des préoccupations pendant le premier mandat présidentiel de M. Trump, bien que son champ d'action était généralement limité à la Chine et à quelques secteurs spécialisés. Des signes indiquant que les choses pourraient être différentes cette fois-ci sont apparus pour la première fois avec la menace erratique d'imposer des tarifs douaniers quasi-mondiaux de 25 % au Canada et au Mexique, deux partenaires de libre-échange, pour des raisons de sécurité nationale liées aux importations de fentanyl. Sur le plan sectoriel, les tarifs douaniers de 2018 sur l'acier et l'aluminium ont été rétablis, tandis que l'industrie automobile, beaucoup plus importante, a également été mise en garde. Les commentateurs sur l'approche à adopter face aux tarifs réciproques ont également changé, apportant des suggestions selon lesquelles l'étude commerciale regrouperait les taux globaux des partenaires commerciaux et la taxe sur la valeur ajoutée (TVA) et d'autres irritants commerciaux dans le cadre de cette analyse. Quelle qu'en soit la justification, il est apparu clairement que des tarifs réciproques, sous une forme ou une autre, seraient imposés sur les marchandises, mais des zones d'ombre demeurent, notamment en ce qui concerne le montant, le calendrier de mise en œuvre, la durée et les éventuelles exemptions. Cette incertitude a bien entendu provoqué une grande consternation chez les consommateurs, ainsi que dans le secteur et sur les marchés financiers (figure 1).

Lorsqu'ils ont finalement été révélés, les tarifs réciproques prévus ont sur-

pris à bien des égards. D'une manière générale, les prélèvements sont plus élevés que ce que l'on craignait et semblent avoir été calculés sur la base des déséquilibres commerciaux bilatéraux plutôt que sur les coûts réciproques des partenaires commerciaux. À quelques exceptions près, un tarif universel de 10 % s'appliquera aux marchandises entrant aux États-Unis à compter du 5 avril. En outre, les pays ayant un excédent commercial de marchandises se verront appliquer un tarif « réciproque » supplémentaire à compter du 9 avril (figure 2). Le Canada et le Mexique ont été exemptés de ce déploiement tarifaire pour les marchandises conformes à l'ACEUM. Les tarifs douaniers appliqués à certains grands partenaires commerciaux des États-Unis sont difficiles à comprendre et seraient très préjudiciables s'ils étaient appliqués pendant une assez longue période. Les communications de la Maison-Blanche laissent entendre que les tarifs douaniers de base de 10 % sont immuables et que les tarifs réciproques sont susceptibles d'être négociés moyennant un accord adéquat.

En apparence, les tarifs douaniers sont imposés pour mettre fin aux pratiques commerciales déloyales et favoriser de manière durable les investissements dans l'industrie manufacturière américaine. Abstraction faite du bien-fondé de ces motivations, la manière excessivement agressive dont le programme tarifaire de l'administration Trump a été déployé pourrait avoir un certain nombre de conséquences imprévues et représente une source de risques pour les États-Unis et le reste du monde. Nous verrons bientôt si le gouvernement américain est ouvert à un compromis pragmatique et, à l'heure où nous écrivons ces lignes, les marchés ont jugé que les tarifs douaniers constituaient une erreur politique.

Bien que l'incertitude reste élevée, nos portefeuilles restent raisonnablement bien équilibrés dans le contexte actuel. Cela dit, nous avons procédé à quelques ajustements à la lumière des risques accrus. Il s'agit notamment d'une légère augmentation de la répartition des titres à revenu fixe et des liquidités, ainsi que d'une légère réduction des positions trop exposées aux risques liés aux tarifs douaniers.

FIGURE 1 : UNE INCERTITUDE COMMERCIALE SANS PRÉCÉDENT

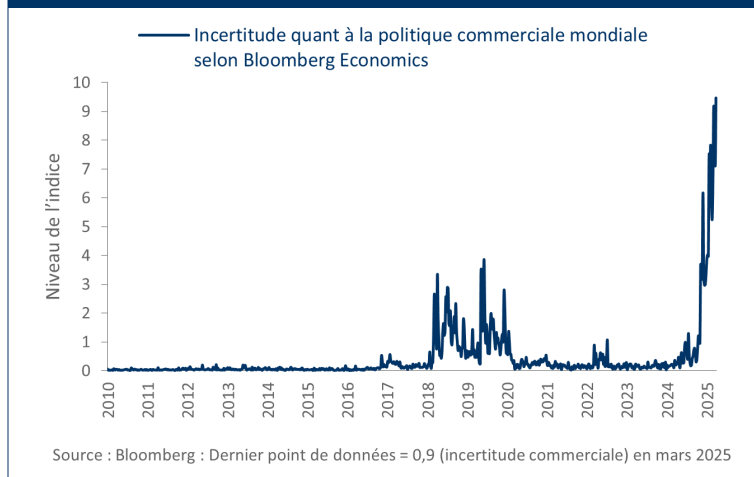
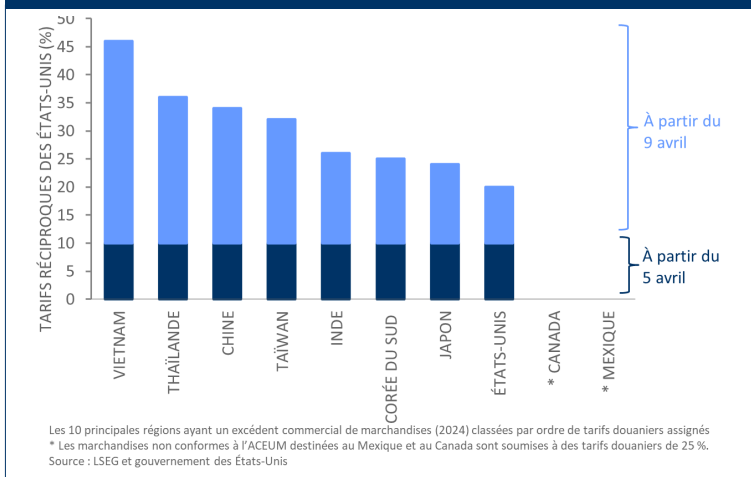


FIGURE 2 : DES TARIFS RÉCIPROQUES PLUS ÉLEVÉS QUE PRÉVU



MARCHÉS BOURSISERS | L'EXCEPTIONNALISME BOURSIER DES ÉTATS-UNIS PERD UN PEU DE SON ÉCLAT

Rendements des indices boursiers				
	T1 2025 (\$ CA)	T1 2025 (\$ US)	ACI 2025 (\$ CA)	ACI 2025 (\$ US)
Monde (net)	-1,7 %	-1,8 %	-1,7 %	-1,8 %
Canadiens	1,5 %		1,5 %	
Sociétés canad. à petite cap.	0,9 %		0,9 %	

La série de gains sur les marchés boursiers mondiaux a pris fin au cours du trimestre, suite au renversement du thème de l’« exceptionnalisme américain », qui a entraîné une baisse des valeurs technologiques liées à l’intelligence artificielle (IA). Ce facteur a plus que compensé les rendements positifs de nombreux secteurs, en particulier ceux des sociétés domiciliées en Europe. Le marché canadien a été quelque peu affaibli par l’incertitude liée aux tarifs douaniers, ce qui a entraîné un rendement relatif accru des secteurs plus défensifs, tandis que les matériaux ont connu un trimestre remarquable, sous l’effet de la hausse de l’or.

CADRE DE BIM SUR LES ACTIONS

L’annonce du 2 avril de la Maison-Blanche au sujet des tarifs douaniers réservait une mauvaise surprise pour les marchés boursiers, étant donné que les droits de douane imposés étaient plus élevés que prévu pour de nombreux partenaires commerciaux des États-Unis, à l’exception du Canada et du Mexique.

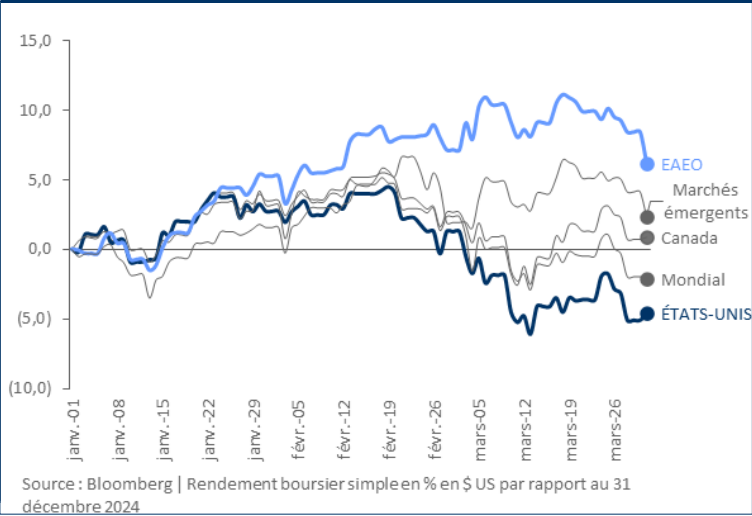
Les tarifs douaniers, tels qu’ils sont actuellement définis, pèseraient davantage sur la croissance et l’humeur des marchés à l’échelle mondiale s’ils sont appliqués pendant une assez longue période. Déjà, les marchés ont enregistré une baisse importante depuis le début du mois. Compte tenu de l’incertitude actuelle, nous continuons à nous concentrer sur les sociétés de premier plan du secteur dirigées par d’excellentes équipes de gestion, tout en évaluant les placements susceptibles d’être plus touchés par les rumeurs de tarifs. Une liste de plus en plus longue de personnes influentes demande un assouplissement des mesures pour résoudre le différend commercial, et nous verrons bientôt si les tout-puissants optent pour la retenue ou une nouvelle escalade des tensions.

MARCHÉS MONDIAUX

Le premier trimestre de l’année a été marqué par d’importants événements géopolitiques et économiques qui ont une incidence sur le paysage mondial de l’investissement. Un changement majeur est intervenu aux États-Unis, où la nouvelle administration a adopté une politique nettement nationaliste. Le gouvernement s’est notamment montré plus conciliant à l’égard de la Russie, un virage inattendu qui a suscité une réaction rapide et stratégique de la part de l’Europe.

Face à l’incertitude croissante quant au futur soutien américain, les nations européennes ont commencé à renforcer en priorité leurs propres capacités de défense et leurs infrastructures. Ce regain d’intérêt pour les placements stratégiques pourrait constituer un puissant moteur économique pour la région, ouvrant la voie à une croissance plus forte et plus résistante au cours de la prochaine décennie. Les marchés ont réagi : les actions européennes ont enregistré un rendement exceptionnel au premier trimestre, portées par l’optimisme quant à la poursuite de cette dynamique politique (figure 3).

FIGURE 3 : L'EUROPE ÉTAIT EN TÊTE AU T1 2025



Alors que les perspectives de croissance à moyen terme pour l’Europe deviennent de plus en plus convaincantes, nous avons déterminé un nombre croissant de sociétés qui s’inscrivent dans notre cadre d’investissement fondé sur la qualité et la valeur. Cela nous a permis d’accroître notre exposition à la région. Historiquement, les actions européennes se sont négociées à des valorisations plus intéressantes que les actions américaines, bien qu’elles affichent généralement une croissance des flux de trésorerie plus faible. Toutefois, à mesure que les changements structurels se mettent en place, nous pensons que cette dynamique pourrait commencer à évoluer en réduisant l’écart sur le plan de la croissance tout en maintenant un avantage sur le plan des valorisations.

MARCHÉ CANADIEN TOUTES CAPITALISATIONS

Malgré les rumeurs circulant sur les tarifs douaniers et le discours ininterrompu du premier trimestre, le Canada est sorti relativement gagnant de ce « jour de libération », puisqu’il a évité à la fois les tarifs de base et les tarifs réciproques (bien que certains éléments sectoriels et non conformes à l’ACEUM restent soumis à des droits de douane). Bien entendu, le Canada est encore touché par les récents événements, compte tenu de leurs répercussions potentielles sur la croissance mondiale, mais la situation aurait pu être pire. L’un des effets secondaires des tarifs douaniers a été l’augmentation des chances des libéraux de remporter les prochaines élections, le premier ministre Mark Carney profite de la vague de fierté nationale en tant que négociateur en chef avec l’administration américaine (figure 4).

Une autre conséquence des événements récents est la prise de conscience que le Canada doit devenir plus productif et s’ouvrir à de nouveaux marchés en raison de sa trop grande dépendance sur les exportations vers les États-Unis. Les deux principaux partis semblent s’aligner au moins en partie sur l’ambition de réduire les barrières commerciales interprovinciales et sur l’adoption d’une approche plus constructive que par le passé en matière de développement des ressources et d’infrastructure énergétique. Compte tenu des dépassements de coûts et des délais bien documentés pour certains projets de premier plan, les entreprises voudront une réforme importante des autorisations et de la réglementation, ainsi que d’autres lois plus favorables au secteur, avant de se lancer dans d’ambitieux projets de construction de pipelines. L’avenir nous dira si les discours de la campagne se transformeront en actes, mais le secteur énergétique et l’économie dans son ensemble pourraient bénéficier d’une amélioration des possibilités d’exportation de pétrole et de gaz par le transport en mer.

FIGURE 4 : LES PRÉVISIONS ÉLECTORALES CANADIENNES ÉVOLUENT FORTEMENT



MARCHÉ CANADIEN DES SOCIÉTÉS À PETITES CAPITALISATIONS

Le marché a changé au début de l’année 2025. En effet, les menaces croissantes liées aux tarifs douaniers et la politique protectionniste des États-Unis ont suscité des craintes et des incertitudes, ainsi qu’une demande pour les valeurs refuges et les liquidités. En ce qui concerne les titres de sociétés canadiennes à petite capitalisation, la situation s’est traduit par une pression générale à la vente – souvent, indépendamment de la qualité ou de l’exposition sous-jacente de la société – et par un écart d’évaluation de plus en plus important par rapport aux titres de sociétés à plus grande capitalisation dont l’exposition est similaire.

Les actions de petites sociétés minières, largement exposées à l’or, ont profité du commerce de la peur au premier trimestre. Ces actions ont progressé de 24 %, alors que celles des autres sociétés à petite capitalisation de l’indice de référence ont reculé de 7 %. Cette tendance s’est maintenue et a dominé le marché des actions de sociétés canadiennes à petite capitalisation au cours des douze derniers mois, les actions de petites sociétés minières ayant progressé de 44 % en moyenne, et toutes les autres ayant reculé de 1 %. Cela a constitué un défi relatif pour le portefeuille, car nous évitons l’exposition au secteur minier aurifère en raison de son caractère cyclique et de son mauvais historique de rendement à long terme. Comme pour toutes les choses à caractère cyclique, la tendance finit par toucher sa fin et l’ascension parabolique par retomber.

En ce qui concerne l’évaluation, les titres de sociétés à petite capitalisation se négocient actuellement avec une décote de 37 % par rapport aux titres de sociétés à grande capitalisation. Cela représente une augmentation par rapport à la décote de 11 % enregistrée au cours de la dernière décennie, en raison de l’engouement pour les titres de grandes sociétés et du sous-rendement des titres de sociétés à petite capitalisation. Pour certains secteurs, la disparité est encore plus marquée : les titres de sociétés industrielles à petite capitalisation se négocient actuellement avec une décote impressionnante de 62 % par rapport aux

titres de sociétés à grande capitalisation. Comme dans le cas de l’or, ce phénomène se corrigera de lui-même, car les extrêmes ne durent pas éternellement, tout comme les arbres ne montent jamais jusqu’au ciel.

PLEINS FEUX SUR LA THÈSE DE BIM CONCERNANT LES ACTIONS

Pembina Pipeline est une entreprise canadienne diversifiée du secteur intermédiaire de l’énergie, dotée d’une infrastructure étendue et intégrée, qui offre des services couvrant les chaînes de valeur du gaz naturel et des liquides.

La société détient depuis longtemps un ensemble enviable d’actifs dans la région de Montney qui ont soutenu et continueront de soutenir la croissance des volumes de gaz naturel et de liquides de gaz naturel (LGN) dans l’ouest du Canada. Son réseau de Montney a une portée inégalée, offrant des lignes spécialisées pour tous les LGN et une connectivité étendue aux infrastructures de fractionnement (extraction des liquides) près d’Edmonton. Les LGN sont souvent à la base du rendement des têtes de puits dans le domaine, et la capacité de Pembina à maximiser les revenus nets des producteurs par le biais de ses services à valeur ajoutée suscite de l’intérêt pour son portefeuille.

Une autre valeur ajoutée consiste à offrir aux clients un accès à l’exportation vers des marchés à plus forte valeur. Que ce soit grâce au pipeline Alliance ou au terminal de gaz naturel liquéfié (GNL) de Prince Rupert, les producteurs ont la possibilité de bénéficier de meilleurs prix. Alors que Pembina sera un bénéficiaire indirect du démarrage à court terme de LNG Canada, son propre projet, Cedar LNG, viendra compléter son portefeuille en 2028. Les actifs stratégiquement situés de Pembina, l’effet de levier sur la production croissante de gaz pour soutenir le GNL et les projets de développement permettent à l’entreprise de poursuivre sa croissance contractuelle. Un gouvernement qui adopterait une approche potentiellement plus constructive en matière d’infrastructures énergétiques ne pourrait que renforcer sa position.

MARCHÉS DES TITRES À REVENU FIX | LES RÉDUCTIONS DE LA BANQUE DU CANADA ENTRAÎNENT UNE BAISSSE DE LA PARTIE COURTE DE LA COURBE

Rendements de l’indice des titres à revenu fixe	T1 2025		ACI 2025	
Canadiens	2,0 %		2,0 %	

Le discours commercial a été assourdissant au premier trimestre, l’administration Trump adoptant une position agressive et proférant de nombreuses menaces tarifaires à l’encontre d’amis et d’ennemis. Ce ton combatif, combiné à un certain nombre de revirements sur les mesures potentielles, a semé l’incertitude parmi les consommateurs, les entreprises, les gouvernements et les banques centrales. En fin de compte, des prélèvements sectoriels ciblés ont été mis en place, de même que des droits de douane sur les marchandises non conformes à l’ACEUM en provenance du Canada.

La Réserve fédérale américaine (la « Fed ») n’a pas jugé bon de rajuster le taux d’intérêt d’un jour, mais elle a indiqué qu’elle était prête à revoir la politique monétaire si nécessaire pour assurer la stabilité des prix et soutenir la croissance économique. La Banque du Canada (BdC) a réduit ses taux à deux reprises au cours du trimestre (janvier et mars) et s’est montrée préoccupée par l’intensification du conflit commercial et son incidence sur les mesures de confiance et les prix des biens.

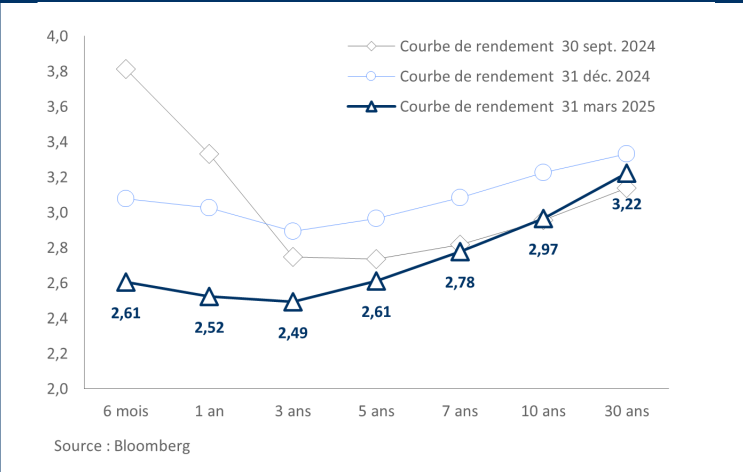
Les données économiques du trimestre ont été généralement positives, les États-Unis affichant un taux de chômage très bas, des progrès en matière d’inflation vers l’objectif de 2 %, ainsi qu’une croissance du PIB supérieure à 2 %. Les rendements des obligations américaines se sont resserrés, le mouvement le plus important enregistré étant celui des obligations à 5 ans (environ 40 points de base). Les rendements des obligations à 2 ans et à 10 ans se sont resserrés d’environ 35 points de base et ceux des obligations à long terme, d’environ 20 points de base. Les données canadiennes comprenaient une légère hausse du chômage au cours des 12 derniers mois, une inflation proche de l’objectif de 2 % et une croissance du PIB supérieure à 2 %. Avec les réductions de taux, cela a conduit à un resserrement d’environ 50 points de base à l’extrémité courte de la courbe, d’environ 35 points de base au milieu de la courbe et d’environ 10 points de base à l’extrémité longue de la courbe (figure 5). Les écarts de crédit au Canada ont augmenté d’environ 5 points de base pour la notation AA, d’environ 10 points de base pour la notation A et d’environ 20 points de base pour la notation BBB.

L’annonce par l’administration américaine, au début du mois d’avril, de l’imposition de tarifs douaniers à la grande majorité des partenaires commerciaux à l’extérieur de l’ACEUM a bouleversé les marchés des titres à revenu fixe, les rendements obligataires réagissant aux craintes d’une récession potentielle (pression à la baisse sur les rendements) et d’inflation (pression à la hausse sur les rendements). Nous nous attendons à ce que la volatilité persiste jusqu’à ce que l’évolution du conflit commercial se précise.

CADRE DE BIM SUR LES TITRES À REVENU FIXE

La duration du portefeuille est neutre par rapport à l’indice de référence, avec une légère surpondération des titres de créance provinciaux et de sociétés. Nous prévoyons de maintenir une position neutre quant à la duration et une légère surpondération du crédit jusqu’à ce qu’une plus grande certitude économique se fasse sentir sur le marché. Nous continuons à mettre l’accent sur le maintien des liquidités et nous nous tournerons vers des titres de créance de sociétés de haute qualité si des occasions se présentent.

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 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 à info@barrantagh.com de toute reproduction.