

CONTEXTE D'INVESTISSEMENT

Les regains de tension au Moyen-Orient occasionnent encore quelques perturbations. L'économie fait toujours preuve de résilience, car les facteurs qui soutiennent la croissance compensent largement ces difficultés.

MARCHÉS BOURSISERS

Les écarts de rendement entre les actions ont été marqués au cours du trimestre. Les entreprises qui peuvent compter sur des sources de croissance durable semblent bien placées dans le contexte actuel de rendements obligataires plus élevés.

MARCHÉS DES TITRES À REVENU FIXE

Les banques centrales fondent de plus en plus leurs décisions sur les données économiques, ce qui accroît la volatilité. Les obligations de sociétés restent très recherchées malgré le volume élevé des émissions.

CONTEXTE D'INVESTISSEMENT | PERSISTANCE DES TENSIONS GÉOPOLITIQUES, MAIS RÉSILIENCE DE L'ÉCONOMIE

De nombreux facteurs ont influencé les marchés au cours du trimestre, mais quatre ont joué un rôle particulièrement important : les tensions au Moyen-Orient, qui ont fait bondir les prix de l'énergie, la forte hausse des rendements obligataires, l'humeur changeante des investisseurs à l'égard des entreprises liées à l'intelligence artificielle (IA) et l'évolution des attentes quant à l'issue des élections de mi-mandat aux États-Unis.

L'optimisme suscité par le protocole d'entente conclu en juin entre les États-Unis et l'Iran s'est rapidement dissipé : dès juillet, de nouvelles attaques contre des navires commerciaux ont entraîné l'échec de cette entente visant à apaiser les tensions. Les États-Unis ont alors limité la circulation des navires iraniens dans le détroit d'Ormuz, tout en escortant ceux de leurs alliés. Les pays du Golfe ont pour leur part utilisé des flottes fantômes pour transborder des cargaisons entre navires et acheminé leurs exportations de pétrole brut par d'autres oléoducs. Le transport de pétrole brut par le détroit d'Ormuz a nettement repris, mais les attaques répétées contre les infrastructures et les navires montrent que la sécurité reste menacée. L'Iran cherche toujours à préserver son principal moyen de pression. Les efforts diplomatiques restent sans résultat. Les dirigeants iraniens semblent peu sensibles aux difficultés liées à leur isolement économique, et la présence militaire s'accroît. Les tensions demeurent vives, sans perspective de règlement.

Pour les produits raffinés, la situation est plus complexe : l'offre évolue différemment selon les régions du monde. Les contraintes liées aux infrastructures et la priorité accordée aux besoins intérieurs limitent les exportations de diesel des principaux centres d'approvisionnement du Moyen-Orient, de Russie et d'Asie. Le marché est donc particulièrement tendu, et les prix peuvent grimper brusquement. L'Europe et l'Amérique latine dépendent ainsi davantage des exportations de diesel en provenance de la côte américaine du golfe du Mexique, ce qui fait également monter les prix aux États-Unis (figure 1). Si les prix du diesel demeurent élevés, ils risquent de se répercuter sur les coûts industriels, agricoles et de transport et d'accentuer les pressions inflationnistes dans l'ensemble de l'économie.

À l'approche des élections de mi-mandat aux États-Unis, les débats restent vifs sur le coût de la vie, la politique étrangère, l'IA et les droits de douane. Les prix élevés du diesel suscitent une attention grandissante. Certains élus dont la réélection est incertaine envisagent même d'en interdire l'exportation. Une telle interdiction risque toutefois de nuire à la réputation de fournisseur fiable de l'industrie

américaine du raffinage. Le déblocage concerté de réserves d'urgence de carburant par les pays européens pourrait néanmoins rendre cette mesure moins urgente. Les sondages et les marchés de prédiction laissent par ailleurs entrevoir la possibilité réelle d'une majorité démocrate dans les deux chambres du Congrès. Un tel résultat pourrait entraîner des blocages politiques et réduire davantage la marge de manœuvre législative de l'administration Trump jusqu'à la fin de son mandat.

Plusieurs facteurs expliquent la forte hausse des rendements obligataires à long terme. Aux États-Unis, le rendement des titres du Trésor à 10 ans a bondi de plus de 80 points de base au cours du trimestre (figure 2). La vigueur de l'économie et la persistance de l'inflation, aggravée par la hausse des prix de l'énergie, ont alimenté cette progression. La Réserve fédérale américaine (la Fed) y a également contribué en relevant son taux directeur et en laissant entrevoir un nouveau resserrement de sa politique monétaire. Parallèlement, les entreprises ont dû lever des sommes considérables sur le marché obligataire pour financer les infrastructures d'IA, ce qui a davantage accentué les tensions entre l'offre et la demande. Nous examinerons les conséquences de cette évolution pour les marchés boursiers et obligataires dans les rubriques suivantes.

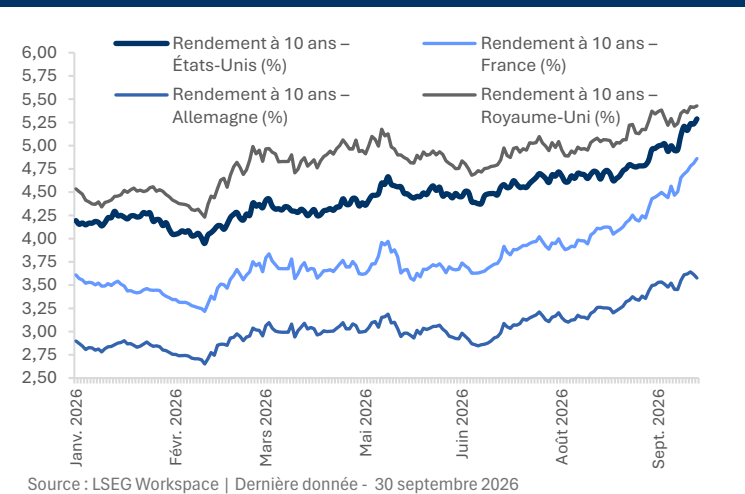
Les États-Unis demeurent au cœur de l'essor mondial des centres de données. Les investissements consacrés aux infrastructures de calcul spécialisées pour l'IA constituent un moteur important de la croissance économique américaine. L'expansion des centres de données suscite toutefois des préoccupations croissantes dans la population et chez les responsables politiques, surtout à l'approche des élections de mi-mandat. Leur consommation d'électricité et d'autres ressources fait grimper les factures des services publics. Les entreprises du secteur font valoir que ces investissements sont indispensables à la sécurité nationale, notamment pour faire face à la concurrence de pays comme la Chine. Nous prévoyons une croissance des investissements, mais que les efforts visant à limiter leurs répercussions sur les collectivités locales prendront davantage d'importance.

La vigueur du marché du travail et les bénéfices toujours solides des entreprises contribuent à la résilience de l'économie, malgré une inflation plus persistante et la forte hausse des taux d'intérêt. L'économie devrait ainsi pouvoir résister le temps que certaines de ces pressions s'atténuent, ce qui laisse entrevoir des perspectives boursières plus favorables.

FIGURE 1 : PRESSION À LA HAUSSE SUR LES PRIX À LA POMPE



FIGURE 2 : HAUSSE DES RENDEMENTS OBLIGATAIRES À 10 ANS SUR DE NOMBREUX MARCHÉS



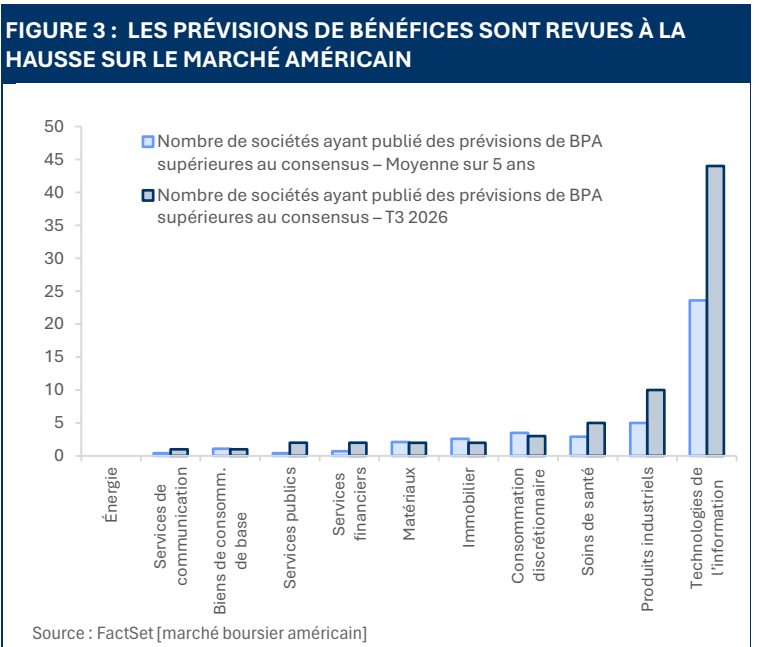
Rendements des indices boursiers	T3 2026 (\$ CA)		T3 2026 (\$ US)		CUMUL 2026 (\$ CA)		CUMUL 2026 (\$ US)	
Monde (net)	1,9 %		1,9 %		15,7 %		11,8 %	
Canadien	1,6 %				13,0 %			
Sociétés canad. à petite cap.	2,4 %				20,8 %			

Les actions ont affiché des rendements positifs au cours du trimestre, mais les écarts entre les secteurs ont été marqués. La hausse des cours des matières premières a favorisé la plupart des titres des secteurs de l'énergie et des matériaux. Dans les secteurs de l'immobilier, des services publics et des infrastructures, la hausse des rendements obligataires a réduit les multiples de valorisation des entreprises dont le financement repose en partie sur l'endettement et dont les flux de trésorerie ont une durée longue. Les actions des entreprises qui ont dû absorber la hausse du coût des intrants avant de la répercuter sur leurs clients ou qui s'adressent à une clientèle à revenu modeste ont affiché des rendements inférieurs à ceux du marché. De nombreux segments des secteurs des produits industriels et de la consommation étaient concernés.

Le secteur des technologies de l'information s'est de nouveau démarqué, mais les titres à l'origine de son rendement supérieur à celui du marché n'étaient pas les mêmes qu'aux trimestres précédents. Malgré des bénéfices souvent supérieurs aux attentes, les titres de la plupart des fabricants de semi-conducteurs et des fournisseurs de biens d'équipement liés à l'IA ont enregistré des rendements inférieurs à ceux du marché ce trimestre. Cette évolution traduit un ajustement des cours après les gains importants des trimestres précédents, ainsi que les incertitudes entourant la croissance future des dépenses en immobilisations. Les éditeurs de logiciels ont en revanche vu leurs titres rebondir nettement après les ventes massives provoquées par la crainte que l'IA bouleverse leurs activités. Leurs résultats ont généralement dépassé les attentes, et plusieurs entreprises ont donné davantage de poids à l'idée que l'IA pourrait stimuler leur croissance plutôt que menacer leurs activités.

CADRE DE BIM SUR LES ACTIONS

Les gains boursiers avaient commencé à s'étendre à un plus grand nombre de titres au début du troisième trimestre, mais cette tendance a été de courte durée, les investisseurs privilégiant de plus en plus les segments du marché moins exposés aux incertitudes géopolitiques, à la hausse des coûts des intrants et des rendements obligataires. Les actions ont néanmoins enregistré un rendement positif pour le trimestre, grâce surtout à la forte croissance des bénéfices (figure 3). Certaines de ces pressions macroéconomiques pourraient persister, mais la hausse rapide des taux d'intérêt à long terme laisse penser qu'une bonne partie de l'ajustement a peut-être déjà eu lieu. Dans ce contexte, nous continuons de privilégier les entreprises qui présentent des perspectives de croissance durables, une valorisation attrayante et un bilan dont le niveau d'endettement est approprié. Nous voyons des occasions de placement particulièrement intéressantes parmi les entreprises qui fournissent les infrastructures nécessaires au développement de l'écosystème mondial de l'IA, ainsi que celles qui sont bien placées pour profiter des investissements associés à la stratégie « Bâtir le Canada ».



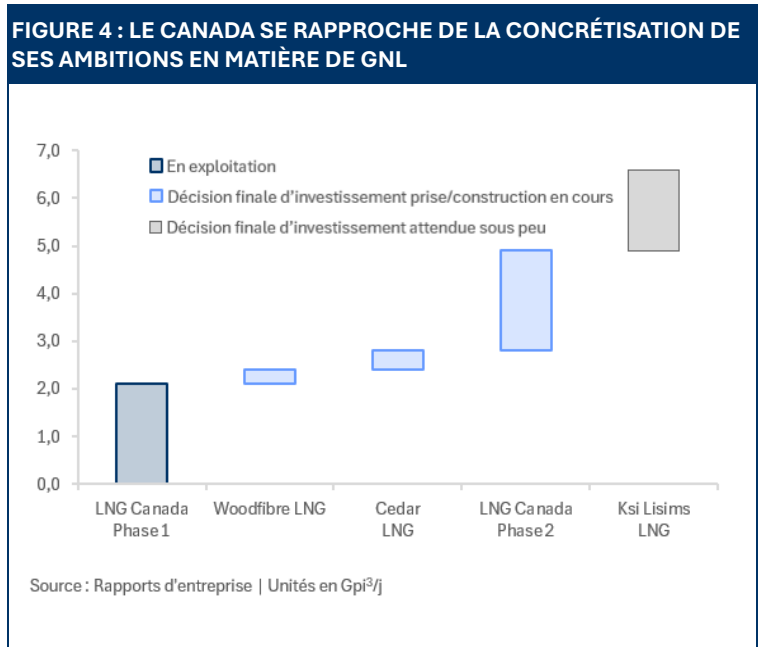
MARCHÉS MONDIAUX

Cette approche nous conduit à privilégier de plus en plus les entreprises dont la croissance repose sur des facteurs durables qui leur sont propres. Notre analyse fondamentale, qui repose sur l'examen de chaque entreprise, vise à repérer des sociétés qui présentent une valorisation offrant une certaine marge de manœuvre, un bilan solide et des bénéfices moins sensibles aux cycles économiques. Dell Technologies en est un exemple : la demande de ses serveurs a considérablement augmenté à mesure que ses clients accroissent les capacités de leurs infrastructures d'IA. Dell est particulièrement bien placée grâce à son envergure, aux relations qu'elle entretient avec les partenaires de sa chaîne d'approvisionnement et à sa capacité d'intégrer des unités de traitement graphique (GPU) de pointe à des systèmes de serveurs complets. Les capacités de calcul disponibles pour l'IA demeurent par ailleurs insuffisantes pour répondre à la demande, ce qui laisse penser que le secteur commence à peine à se doter des infrastructures nécessaires. Nous prévoyons également que l'adoption de l'IA ne restera pas concentrée chez les grands fournisseurs de services infonuagiques : de plus en plus d'entreprises utiliseront leurs propres centres de données pour exécuter des charges de travail avec l'IA.

Le secteur des soins de santé bénéficie lui aussi de facteurs de croissance structurels, dont le vieillissement de la population, la mise au point de nouveaux médicaments et la complexité croissante des traitements. Le financement des entreprises de biotechnologie s'est également amélioré, tandis que l'activité sur le marché des premiers appels publics à l'épargne s'est intensifiée, ce qui crée des conditions plus favorables aux jeunes entreprises du secteur. Thermo Fisher est bien placée pour profiter de ces tendances grâce à la diversité de son offre d'instruments, d'équipements et de services destinés aux sciences de la vie. Le rapatriement progressif aux États-Unis des activités de fabrication pharmaceutique ouvre également de nouveaux débouchés à mesure que les entreprises investissent dans leurs infrastructures de production américaines.

MARCHÉ CANADIEN TOUTES CAPITALISATIONS

L'intensification des tensions commerciales avec les États-Unis a donné au premier ministre Carney la marge de manœuvre politique nécessaire pour faire progresser un ambitieux programme de développement industriel, alors que les ressources canadiennes font l'objet d'une forte demande à l'échelle mondiale. Après plusieurs tentatives qui n'ont pas donné les résultats espérés, des efforts considérables sont maintenant déployés pour lever les obstacles à l'investissement et accélérer la réalisation des projets d'infrastructure et d'exportation d'énergie. Dans cette optique, le premier Sommet canadien de l'investissement a permis de présenter un vaste portefeuille de projets à de grands investisseurs institutionnels et à des fonds souverains du monde entier. Peu après, le gouvernement a annoncé des incitatifs fiscaux ciblés pour favoriser les dépenses en immobilisations et pris des mesures législatives pour simplifier les procédures d'approbation des projets. Les conditions deviennent rapidement propices à un essor des investissements au Canada qui pourrait durer plusieurs années. Cette perspective est particulièrement favorable aux entreprises qui fourniront les biens et services nécessaires à la réalisation de ces projets, dont Black Diamond, que nous présentons dans notre rubrique « Pleins feux sur la thèse de BIM concernant les actions ».



MARCHÉ CANADIEN DES SOCIÉTÉS À PETITE CAPITALISATION

Pendant une bonne partie du troisième trimestre, les marchés boursiers ont alterné entre hausses et baisses. Les grands indices boursiers mondiaux ont poursuivi leur progression, mais cette hausse a masqué une volatilité considérable. De moins en moins de titres ont participé à la hausse des marchés, et les grands indices américains ont surtout été soutenus par quelques sociétés liées à l'IA. Au Canada, le cours des actions des grandes sociétés technologiques s'est redressé pendant le trimestre, tandis que les secteurs des matériaux et de l'énergie ont continué d'afficher les meilleurs rendements.

Le portefeuille de sociétés à petite capitalisation a enregistré un excellent rendement ce trimestre. Les placements dans le secteur énergétique ont contribué à compenser les effets des pressions inflationnistes liées aux conflits, tandis que les titres des sociétés du secteur du cuivre ont continué de profiter des perspectives d'une offre insuffisante pour répondre à la demande. Surtout, depuis un an, nous avons renforcé nos placements dans les entreprises susceptibles de bénéficier de la stratégie « Bâtir le Canada », particulièrement dans le secteur des produits industriels, dont les titres ont enregistré des rendements positifs malgré la persistance de l'inflation et les taux d'intérêt élevés. Les sociétés de construction Bird (BDT) et Aecon (ARE) connaissent une croissance record de leurs carnets de commandes. Nous avons récemment ajouté Mullen Group (MTL) au portefeuille. L'entreprise fournit des services de transport routier et des services connexes, exerce une part importante de ses activités dans l'Ouest canadien et devrait bénéficier de la réalisation de grands projets. Westshore Terminals (WTE) possède et exploite sur la côte Ouest une installation portuaire difficile à remplacer, qui lui permet de tirer parti des exportations de matières premières vers d'autres marchés que les États-Unis. Enfin, Black Diamond Group (BDI) est particulièrement bien placée pour profiter de plusieurs de ces tendances favorables, comme nous l'expliquerons ci-après.

Après les solides rendements enregistrés au cours des neuf premiers mois de l'année, nous envisageons la suite avec un optimisme mesuré. Comme la hausse des marchés repose sur un nombre de titres de plus en plus restreint, une sélection judicieuse des placements demeure essentielle : certains secteurs sont fragilisés

par la conjoncture économique, d'autres présentent des valorisations excessives, tandis que des sociétés à petite capitalisation jusque-là sous-estimées commencent à retenir l'attention des investisseurs.

PLEINS FEUX SUR LA THÈSE DE BIM CONCERNANT LES ACTIONS

Black Diamond Group (BDI), dont les titres figurent dans tous nos portefeuilles d'actions canadiennes, compte parmi les principaux fournisseurs de solutions d'espaces modulaires au Canada, aux États-Unis et en Australie. La société est exceptionnellement bien placée pour répondre aux besoins des grands projets d'envergure nationale prévus dans des régions éloignées. Son vaste parc de modules locatifs lui permet d'accroître leur taux d'utilisation pour répondre à une demande croissante sans devoir faire d'importants investissements, ce qui favorise une croissance de grande qualité. Dans les régions éloignées, les entreprises jugent essentiel d'investir dans l'organisation des camps de travailleurs et dans la qualité des services qui y sont offerts pour attirer la main-d'œuvre, réduire le roulement du personnel et respecter les échéanciers des projets complexes.

Nous avons déjà examiné les perspectives de croissance des infrastructures gazières. Plusieurs annonces faites ces dernières semaines laissent également entrevoir de nouvelles possibilités pour Black Diamond dans le secteur pétrolier. La décision du gouvernement fédéral de désigner le projet de pipeline Pacific Link comme projet d'intérêt national constitue une étape importante dans les efforts visant à accroître la capacité de transport du pétrole des sables bitumineux vers la côte Ouest. L'examen fédéral devrait prendre fin d'ici septembre 2027. Par ailleurs, la récente proposition de Cenovus Energy visant à acquérir Athabasca Oil Corporation repose notamment sur la possibilité d'accélérer la mise en valeur des projets de sables bitumineux d'Athabasca et montre que Cenovus compte sur une augmentation de la capacité de transport du pétrole par oléoduc.

Même si l'attribution des grands contrats et le début des travaux ne suivent pas toujours un rythme régulier, la croissance des activités de l'entreprise se poursuit, comme en témoigne la valeur totale record des soumissions qu'elle a déposées et qui sont toujours en attente d'une décision.

MARCHÉS DES TITRES À REVENU FIXE | DEMANDE SOUTENUE POUR LES OBLIGATIONS DE SOCIÉTÉS

Rendements de l'indice des titres à revenu fixe	T3 2026	CUMUL 2026
Canadien	-2,9 %	-0,8 %

À l'approche des derniers mois de 2026, les marchés des titres à revenu fixe avaient déjà traversé une période marquée par de fortes fluctuations des cours. L'indice MOVE, qui mesure la volatilité du marché obligataire, s'établissait à 110 à la fin du trimestre, contre 65 au début de l'année. Il demeurerait toutefois bien en deçà du sommet de près de 200 atteint en 2023. Cette hausse de la volatilité s'explique par le choix de certaines banques centrales d'orienter plus étroitement leurs prochaines décisions de politique monétaire sur l'évolution des données économiques. Comme les banques centrales donnent moins d'indications sur l'évolution prévue de leur politique monétaire, les investisseurs sont devenus beaucoup plus sensibles aux nouvelles données économiques. Celles-ci peuvent les amener à revoir rapidement leurs attentes quant aux prochaines décisions des banques centrales, provoquant de brusques variations des cours obligataires auxquelles les stratégies de positionnement en duration sont particulièrement exposées.

Dans ce contexte, les orientations des différentes banques centrales divergent plus nettement. La Banque du Canada a maintenu son taux directeur, faisant état de facteurs aux effets opposés, notamment les risques inflationnistes liés au conflit au Moyen-Orient, l'impasse dans les négociations commerciales et la résilience persistante de l'économie. Ainsi, même si le PIB canadien a dépassé les prévisions, la Banque du Canada a pu maintenir son taux directeur, car l'activité économique demeurerait inférieure à son plein potentiel. De son côté, la Fed a relevé son taux directeur en septembre, invoquant la persistance des pressions inflationnistes, la poursuite de l'expansion économique et la vigueur du marché du travail. Le président de la Fed, M. Warsh, a réaffirmé la ferme détermination de l'institution à atteindre sa cible d'inflation de 2 %. Il s'est toutefois abstenu de donner des indications sur les prochaines décisions de politique monétaire, précisant que son orientation future n'était pas fixée d'avance. Les investisseurs anticipent déjà de nouvelles hausses de taux, qui se reflètent dans les prix sur les marchés financiers. Ils révisent toutefois leurs attentes quant à la décision que prendra la Fed lors de sa réunion d'octobre à mesure que de nouvelles données économiques sont publiées. Si les rendements obligataires à court terme ont fluctué, ceux à long terme ont réagi plus vivement aux craintes d'un regain d'inflation provoqué par la guerre et à la perception d'une détérioration des finances publiques (figure 5).

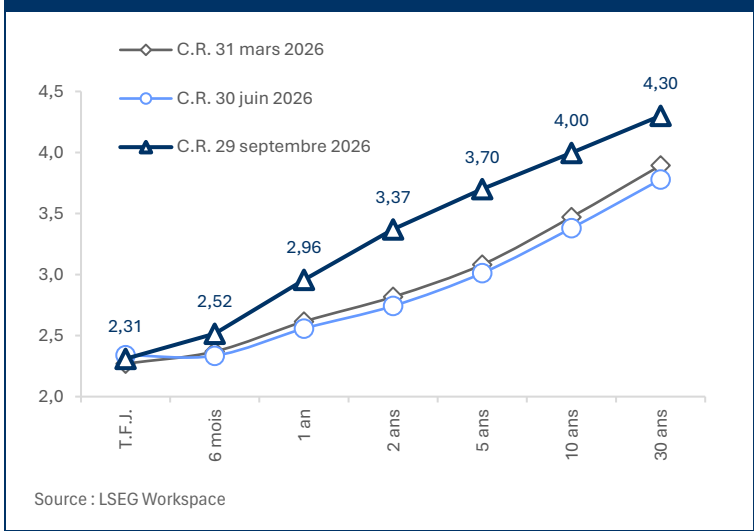
Le marché canadien des obligations de sociétés a pour sa part fait preuve d'une remarquable stabilité. Les écarts de crédit des obligations de sociétés se sont resserrés au cours du trimestre, quelle que soit leur note de crédit ou leur échéance,

avant de s'élargir légèrement à la fin de septembre par rapport à leurs niveaux les plus bas. La demande de titres à revenu fixe est demeurée exceptionnellement soutenue : les investisseurs ont absorbé sans difficulté 45 milliards de dollars de nouvelles émissions, dont plus de 20 milliards de dollars d'obligations de sociétés. Les achats soutenus des investisseurs canadiens et étrangers ont contribué à soutenir les cours obligataires malgré le volume élevé des émissions.

CADRE DE BIM SUR LES TITRES À REVENU FIXE

Au cours du trimestre, nous avons cherché à tirer parti de l'évolution des conditions de marché, sans relâcher la rigueur de notre gestion des risques. La duration globale du portefeuille demeure équivalente à celle de l'indice de référence, mais nous surpondérons le segment intermédiaire de la courbe des rendements et sous-pondérons les segments à court et à long terme. Cette répartition, conjuguée à la surpondération que nous maintenons en obligations de sociétés, vise à profiter pleinement d'un éventuel resserrement des écarts de crédit et du supplément de rendement offert par ces titres, tout en préservant la qualité du portefeuille.

FIGURE 5 : COURBE DE RENDEMENT AU CANADA (%)



BARRANTAGH

Gestion de Placements

100, rue Yonge, bureau 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 2026 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.