

Janvier 2024

Les taux et le crédit –
 les taux d'intérêt ont
 diminué brutalement
 au quatrième
 trimestre, le marché

	Variation au 4 ^e trimestre	Rendement en 2023
Obligations américaines 10 ans	-69 points de base	0 point de base
Obligations canadiennes 10 ans	-92 points de base	-19 points de base
Obligations totales canadiennes*	8,4 %	6,4 %
Obligations totales américaines*	6,8 %	5,7 %

* Les rendements sont calculés selon les FNB représentatifs.

ayant anticipé les baisses drastiques des taux d'intérêt des banques centrales en 2024. Les perspectives de taux d'intérêt plus bas ont aussi entraîné un climat favorable au risque sur le marché, la prime de risque sur les obligations de sociétés se resserrant à mesure que les perspectives d'un « atterrissage en douceur » s'amélioreraient. Le redressement des taux d'intérêt a fait en sorte que les obligations ont connu leur meilleur trimestre au cours des 15 dernières années, l'indice obligataire universel FTSE Canada affichant un rendement de 8,3 %. Les obligations de sociétés ont affiché un rendement légèrement inférieur à celui de l'indice obligataire universel en enregistrant un rendement de 7,3 %. Le rendement plus faible des obligations de sociétés était principalement attribuable au fait que l'indice d'obligations de sociétés est moins vulnérable aux fluctuations des taux d'intérêt (comparativement à l'indice des obligations d'État), ce qui est en partie contrebalancé par le climat de risque sur le marché. En ce qui a trait aux obligations de sociétés, les obligations les moins bien notées (BBB) ont surpassé le rendement des obligations à note supérieure (A). Les secteurs exposés à des taux d'intérêt plus élevés, comme les infrastructures, l'énergie et les communications ont surpassé ceux qui le sont moins (notamment le secteur financier et de la titrisation) en conformité avec le glissement général de la courbe de rendement.

Le père Noël est passé
 – en harmonie avec les
 obligations, les actions
 mondiales ont été
 propulsées jusqu'à la

	Rendement total au 4 ^e trimestre	Rendement en 2023
Indice S&P 500	11,7 %	26,3 %
Indice composé S&P/TSX	8,1 %	11,8 %
EAE0*	5,0 %	16,8 %

* Rendements en monnaie locale

fin de l'année grâce au « refroidissement » des données sur l'inflation et aux commentaires conciliants des banquiers centraux. Le rendement du marché américain a surpassé la plupart des régions au dernier trimestre, le S&P 500 ayant connu un rendement de 11,7 % (en dollars américains), portant ainsi le rendement total à 26,3 % en 2023. La part du TSX de 8,1 % au quatrième trimestre a fait augmenter le rendement annuel total à 11,8 %. Entre-temps, les grandes économies développées de l'Europe, de l'Australasie et de l'Extrême-Orient (l'EAE0) ont affiché un gain de 5 % en monnaie locale au cours du trimestre, ce qui a aidé ainsi la région à générer un rendement de 16,8 % par rapport à l'exercice précédent. Les perspectives de baisse des taux d'intérêt de la Réserve fédérale américaine ont fait jaillir le huard jusqu'à la fin de l'année et, en conséquence, les investisseurs en titres libellés en dollars canadiens ont pu bénéficier de rendements bonifiés. Les données économiques nationales américaines solides ont aidé les segments de marché axés sur la valeur à obtenir un rendement supérieur. Cela étant dit, il ne

s'agissait pas d'une tendance synchrone puisque la déception de l'économie chinoise a pesé sur le rendement de l'EAO.

Les données fondamentales aux États-Unis – notre travail montre que les investisseurs délaissent les marges d'exploitation pour s'orienter maintenant vers la capacité à maintenir les niveaux d'endettement devant le renouvellement de dettes. Les bénéfices des sociétés ont dépassé les attentes modestes au dernier trimestre et ont subi une baisse moins importante que prévu d'une année à l'autre. La résistance des marges d'exploitation continue d'attirer les investisseurs vers les actions. Après trois trimestres consécutifs d'amélioration des indications prospectives des bénéfices, nous avons observé que le nombre de grandes entreprises qui s'attendaient à une détérioration de leur rendement financier a augmenté pour atteindre environ 35 %. Il s'agit là d'un contraste notable par rapport à la hausse optimiste des valorisations des actions. En général, les inquiétudes concernant la santé des consommateurs, l'augmentation des pressions salariales et l'inflation ont nourri le pessimisme des entreprises.

Les facteurs quantiques aux États-Unis – même si les actions technologiques à méga-capitalisation ont regagné un peu de terrain au second semestre, l'engouement pour le groupe des « sept magnifiques » demeure évident, l'indice S&P 500 pondéré en fonction de la capitalisation ayant dépassé l'indice pondéré en fonction de la capitalisation de 12,5 % l'an dernier. Cela dit, les secteurs du marché axés sur la valeur – ayant connu un sous-rendement au cours des trois premiers trimestres de l'année – ont été les sociétés qui ont enregistré le meilleur rendement au dernier trimestre, puisque les perspectives d'un « atterrissage en douceur » de l'économie se sont améliorées, compte tenu de l'inflation américaine qui continue de diminuer sans détérioration importante des données relatives à l'emploi ou à la production. Les entreprises de croissance de qualité ont d'abord généré un rendement supérieur, puisque le discours de taux élevés à long terme continue d'inciter les investisseurs à se tourner vers les grandes entreprises riches en liquidités et aux marges stables. D'ailleurs, ce panier d'entreprises a perdu des rendements relatifs à la fin du trimestre, s'expliquant par la faiblesse soutenue des marges d'exploitation, ce qui a fait paraître les données fondamentales exagérées. Les actions à faible volatilité (c'est-à-dire celles qui sont moins vulnérables aux fluctuations des marchés et dont les prix sont moins volatils) ont progressé au début du trimestre, avant que les commentaires pessimistes des banquiers centraux n'améliorent le climat de risque et ne fassent finalement baisser ce panier sur une base relative. Enfin, les sociétés de croissance des dividendes, qui englobent les entreprises ayant un historique sur une longue période de croissance des dividendes, ont enregistré un rendement inférieur à celui de l'indice plus large, étant donné que les participants au marché ont sanctionné les entreprises qui ont ralenti leurs projets de croissance du capital dans un contexte de hausse des taux d'intérêt. Bien que les marges d'exploitation aient chuté, le flux de trésorerie solide et le faible niveau d'endettement du panier peuvent être avantageux si l'anticipation du marché de baisses imminentes des taux d'intérêt s'avère erronée ou inopportune.

Les données fondamentales au Canada – bien que les entreprises canadiennes aient dépassé les sombres prévisions du dernier trimestre, les bénéfices continuent de diminuer d'une année à l'autre. Le rendement des capitaux propres (RCP) – une mesure de l'efficacité avec laquelle une société génère des bénéfices – a continué à baisser au cours du dernier trimestre, tandis que les coûts du capital des sociétés restent élevés. Les entreprises canadiennes génèrent essentiellement moins de valeur par rapport à leur coût de financement. La création de valeur soutient la durabilité des versements de dividendes, qui constituent une caractéristique unique et enviable du marché canadien. Entre-temps, la Banque du Canada a maintenu son taux de financement à un jour inchangé, les participants au marché prévoyant une probabilité plus élevée de réduction des taux d'intérêt en 2024. Dans l'attente d'un assouplissement des conditions monétaires, les rendements des dividendes se sont comprimés tandis que les prévisions de bénéfices se sont améliorées, les analystes prévoyant que les bénéfices agrégés de l'indice augmenteront de 6 % à 8 % en 2024. Au niveau sectoriel, les rendements financiers de l'industrie de l'énergie se sont normalisés –conformément aux attentes – puisque les prévisions de baisse de la demande de pétrole ont éclipsé le conflit géopolitique au Moyen-Orient, ce qui a finalement contribué à pousser les cours du brut à un niveau inférieur d'environ 21 % au cours du dernier trimestre. Les secteurs industriels et financiers ont dépassé les attentes, ce qui a permis de compenser les résultats plus faibles que prévu des secteurs des biens de consommation de base et de la technologie.

Les facteurs quantitatifs au Canada – les banques canadiennes ont connu des rendements inférieurs presque toute l'année; elles avaient annoncé des provisions plus élevées en raison des prêts non productifs, reflétant les prévisions d'une détérioration des conditions économiques. Compte tenu de ce qui précède, les prévisions de réduction des taux d'intérêt en 2024 ont contribué à apaiser les craintes de récession et à atténuer les inquiétudes concernant le ralentissement du nombre de prêts, propulsant les résultats des banques à la hausse au quatrième trimestre, alors qu'elles semblaient plus stables et, par conséquent, plus favorables que les estimations antérieures. Le panier des titres de haute qualité a affiché un sous-rendement au dernier trimestre, étant donné que l'amélioration du climat de risque sur le marché a réduit l'attrait des sociétés sûres dont la variabilité des bénéfices est plus faible. De plus, les entreprises qui versent des dividendes élevés et dont les perspectives de croissance sont solides ont réalisé un rendement supérieur au quatrième trimestre, puisque les participants au marché ont récompensé les sociétés qui ont démontré une forte capacité à soutenir les dividendes futurs et puni les entreprises à haut rendement dont les capacités financières sont moins sûres.

Perspectives de premier plan

Les taux – les taux d'intérêt ont baissé considérablement au quatrième trimestre, alors que l'inflation a maintenu sa tendance à la baisse, que les craintes d'une offre excédentaire d'obligations diminuaient et que le comité fédéral des marchés ouverts (*Federal Open Market Committee*) indiquait que la prochaine modification de son taux de financement à un jour serait probablement à la baisse. Les données relatives au marché du travail et aux

dépenses de consommation restent solides, mais les entreprises ont fait état d'un ralentissement dans les différents secteurs, d'une plus grande sensibilité des consommateurs aux prix, d'une augmentation des défauts de paiement et d'inquiétudes concernant le coût élevé de la dette. Les banques centrales restent déterminées à atteindre leur objectif d'inflation de 2 % et la plupart reconnaissent que les taux d'intérêt ont probablement atteint leur maximum.

Le crédit – la prime de risque des obligations de sociétés (par rapport aux obligations d'État) s'est sensiblement resserrée au cours du trimestre, avec un solide climat au risque sur le marché, les investisseurs anticipant une baisse des taux d'intérêt en 2024 et un « atterrissage en douceur » des préoccupations économiques. L'offre d'obligations de sociétés a été bien accueillie par le marché. Dans l'ensemble, nous ne pensons pas que la prime de risque actuelle compense le risque de baisse de manière appropriée, c'est pourquoi nous restons prudents à l'égard des obligations de sociétés et privilégions le crédit de meilleure qualité et de plus courte durée, dont la dynamique risque/récompense nous semble plus favorable.

Les actions – aux États-Unis, nous avons privilégié les valeurs de rendement qui ont généré un rendement supérieur au cours du trimestre, les perspectives macroéconomiques s'étant améliorées devant la perspective de baisse des taux attendue. En nous projetant vers l'avenir, nous pensons que les marges continueront à se normaliser à mesure que la demande refoulée induite par la COVID s'estompera. Bien que nous ne prévoyions pas de compression des marges à un taux alarmant, nous sommes d'avis que la rigidité des salaires et des coûts des intrants continuera d'exercer une pression sur les entreprises, alors que l'épuisement des consommateurs continue à se faire sentir. À ce titre, nous réorientons nos efforts sur l'équilibre entre le réinvestissement des entreprises dans des projets d'investissement et les besoins de refinancement de la dette à venir. Dans cette optique, nous privilégions les entreprises dont les flux de trésorerie sont stables et l'endettement réduit, parce que nous pensons qu'elles présentent une occasion contrariante intéressante si les projections d'atterrissage en douceur s'avèrent surévaluées. Au Canada, nous restons attentifs aux mouvements inverses du rendement des capitaux propres par rapport aux coûts de financement en 2023. Avec la compression de l'excédent entre le rendement des capitaux propres et les coûts de financement, la capacité des entreprises à créer de la valeur semble plus tendue qu'auparavant en 2023. Nous continuons, par conséquent, à privilégier les entreprises de grande qualité au Canada, qui se définissent généralement par un rendement des capitaux propres élevé, une variabilité stable des bénéfices et un faible effet de levier financier. Sur le plan

géographique, l'économie américaine semble plus saine, considérant l'inflation à la baisse et les données sur l'emploi et la production encore stables, c'est pourquoi nous mettrons l'accent sur les dépenses en immobilisations. L'EAEO – qui est généralement plus liée à la Chine d'un point de vue économique qu'à l'Amérique du Nord – englobe un grand nombre d'entreprises stables et de grande qualité qui pourraient bénéficier de toute surprise économique positive en provenance de la Chine. Enfin, du point de vue d'un investisseur canadien cette fois, la valeur relative du huard par rapport aux autres grandes monnaies est un autre moyen d'obtenir un revenu excédentaire dans le cadre de notre mandat de placement.

Mark Warywoda, CFA vice-président, Gestion du portefeuille public	Ian Whiteside, CFA, MBA vice-président adjoint, Gestion du portefeuille public	Johanna Shaw, CFA directrice, Gestion de portefeuille	Jin Li directeur, Gestion du portefeuille d'actions
Tyler Farrow, CFA analyste principal, Actions	Andrew Vermeer analyste principal, Crédit	Elizabeth Ayodele analyste, Crédit	

RÉSERVÉ AUX CONSEILLERS

Tout énoncé de cette présentation qui n'est pas basé sur des faits historiques constitue un énoncé prévisionnel. Ces énoncés prévisionnels sont fondés sur le meilleur jugement de la gestionnaire ou du gestionnaire de portefeuille à ce jour, sur ce qui pourrait se réaliser à l'avenir. Cependant, les énoncés prévisionnels sont assujettis à un certain nombre de risques, d'incertitudes et d'hypothèses, et sont fondés sur les opinions et points de vue actuels du gestionnaire de portefeuille. C'est pourquoi les résultats réels des événements peuvent être considérablement différents des points de vue exprimés. De plus, les points de vue, les opinions et les hypothèses peuvent subséquemment changer selon les renseignements inconnus, ou pour toute autre raison. L'Équitable^{MD} ne prévoit pas l'obligation de mettre à jour les renseignements prévisionnels contenus dans le présent document. La lectrice ou le lecteur est avisé de considérer soigneusement ces renseignements ainsi que d'autres facteurs et de ne pas se fier indûment aux énoncés prévisionnels. Les placements peuvent apprécier ou se déprécier et sont investis au risque de l'investisseuse ou de l'investisseur. Les valeurs de placement fluctuent fréquemment et le rendement passé ne garantit pas les résultats futurs. Il est recommandé d'obtenir un avis professionnel avant qu'une investisseuse ou un investisseur ne s'engage dans une stratégie de placement.