

Le 26 juin 2015

Évaluation du risque lié aux droits d'actifs délaissés sur le carbone

Au début juin, les dirigeants des pays du G7 se sont engagés à réduire les émissions de gaz à effet de serre d'ici 2050 et à les éliminer d'ici 2100. Avant même que le G7 fasse cette annonce en Allemagne, on se préoccupait déjà de l'incidence possible de la réduction des émissions de gaz à effet de serre sur les placements dans le secteur de l'énergie et dans des sociétés liées à ce secteur. La possibilité que les gouvernements réglementent les émissions mondiales de gaz à effet de serre suscite des inquiétudes quant à une diminution de la consommation de pétrole, de gaz et de charbon, faisant en sorte que certaines réserves capitalisées de combustibles fossiles pourraient ne jamais être exploitées. On désigne cet excédent potentiel de *droits d'actifs délaissés sur le carbone*.

Le présent document décrit la façon dont Foyston, Gordon & Payne (FGP) perçoit le risque lié aux droits d'actifs délaissés sur le carbone et comment la société tient compte de ce risque lors de l'analyse des placements dans les sociétés du secteur de l'énergie.

Horizon de placement

Pour la plupart des investisseurs institutionnels, le moment auquel les gouvernements mettront en place une nouvelle réglementation pourrait dépasser leur horizon de placement. Bien que les flux d'engagements des caisses de retraite et des fonds de dotation peuvent s'étendre sur de longues périodes – certaines obligations au titre des prestations de régimes de retraite actifs ont une durée de plus de 50 ans – l'horizon de placement dont on tient compte lors de l'évaluation de la répartition de l'actif est bien plus court, habituellement de cinq à dix ans. En outre, même si la définition de « droits d'actifs délaissés » peut être sujette à interprétation, les changements réglementaires verront le jour de façon progressive sur plusieurs décennies et les conséquences de ces changements sur les flux de trésorerie et les cours boursiers dans le secteur de l'énergie ne devraient pas se manifester avant de nombreuses années.

Optimiser le rendement, réduire le risque

En tant que fiduciaires, la plupart de nos clients institutionnels se préoccupent de leur responsabilité d'optimiser le rendement des placements de leurs portefeuilles afin de remplir au mieux les obligations qu'ils ont envers leurs bénéficiaires. À titre de gestionnaire de portefeuille, notre principal rôle consiste à soutenir nos clients pour qu'ils puissent respecter leurs obligations en matière de placement tout en contrôlant les risques du portefeuille. Afin d'atteindre cet objectif pour un portefeuille d'actions, il est important d'analyser l'ensemble de l'univers de placement.

Un secteur qui retient particulièrement notre attention est le secteur canadien de l'énergie, un pilier de l'économie du pays, qui est une composante importante du marché boursier canadien, représentant 21 % de l'indice composé S&P/TSX à la fin mars. Le secteur de l'énergie offre une occasion très intéressante d'améliorer le potentiel de valeur ajoutée à long terme d'un portefeuille d'actions canadiennes, en raison du rendement supérieur qu'il a enregistré pendant plusieurs cycles économiques.

Le tableau suivant compare le rendement de certaines sociétés canadiennes de premier ordre du secteur de l'énergie par rapport à celui de l'indice général du marché au cours des 15 dernières années. Ces actions ont obtenu un rendement nettement supérieur à celui de l'indice, malgré le récent recul des prix du pétrole.

Société	Rendement total cumulatif sur 15 ans, au 31 mars 2015
Canadian Natural Resources	833 %
Compagnie Pétrolière Impériale Ltée	507 %
Suncor Énergie	450 %
Indice plafonné de l'énergie S&P/TSX*	285 %
Indice composé S&P/TSX	124 %

* Avant le 29 mars 2002, le rendement de l'indice plafonné de l'énergie S&P/TSX ne tenait pas compte des dividendes.

Source : Bloomberg

Même si certains observateurs ont avancé que les investisseurs devraient prendre position en retirant les sociétés de l'énergie de leurs portefeuilles, un tel désinvestissement n'accélérera pas la réduction des émissions de gaz à effet de serre étant donné qu'il existe peu de solutions de rechange viables aux combustibles fossiles. De surcroît, les récentes projections¹ font état d'une croissance soutenue de la demande de pétrole, qui passerait de 93 millions de barils par jour en 2014 à 104 millions en 2040. Cette hausse serait en grande partie attribuable à l'augmentation prévue de la consommation des économies en développement d'Asie. La production de pétrole sera encore nécessaire pour un certain temps et la hausse de la demande ainsi que les solutions de remplacement limitées se traduiront par une dépendance plus élevée à l'égard du carbone, peu importe combien d'investisseurs décident de vendre leurs placements en énergie.

À long terme, nous estimons que le prix cible du pétrole pour atteindre le point d'équilibre est d'environ 80 \$ US le baril. Cette cible tient compte des facteurs suivants :

- Un recul de l'offre de pétrole ailleurs qu'en Amérique du Nord.
- Une croissance modeste de la consommation mondiale.

Un prix de 80 \$ le baril pour le pétrole pourrait contribuer davantage à l'atteinte des objectifs de durabilité que l'adoption de nouvelles mesures réglementaires, car une hausse des prix du pétrole encouragera les

¹ Source : Agence internationale de l'énergie, World Energy Outlook 2014

consommateurs à diminuer leur consommation d'énergie et favorisera le développement de solutions d'énergie propre de remplacement, ce qui entraînera une réduction de la demande en combustibles fossiles.

Même dans un nouveau contexte réglementaire, nous avons analysé les sociétés canadiennes de l'énergie que nous détenons dans notre portefeuille et nous croyons qu'elles sont intéressantes dans divers scénarios de prix.

Nous ne croyons pas que les actifs de l'énergie des sociétés que nous avons en portefeuille seront délaissés. Nous sommes d'avis que le fait d'exclure le secteur de l'énergie limiterait considérablement le nombre d'actions canadiennes qui pourraient être ajoutées à un portefeuille d'actions canadiennes et minerait le potentiel de valeur ajoutée du portefeuille.

Notre méthode d'évaluation des actions de l'énergie

Nous évaluons les risques environnementaux et réglementaires du secteur de l'énergie de la même façon dont nous procédons pour les autres secteurs. Ainsi, nous cherchons à gérer ces deux facteurs clés lorsque nous construisons des portefeuilles de placements prudents. En fait, nous évaluons activement un vaste éventail de facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) dans le cadre de l'analyse de chaque titre que nous achetons et que nous détenons.

Les facteurs ESG font partie intégrante de notre analyse puisqu'ils peuvent avoir une incidence négative sur nos placements. Ainsi, les facteurs ESG constituent un élément important de notre Liste de contrôle aux fins de l'établissement des cotes de qualité que nous utilisons dans le processus d'évaluation des titres.

Nos équipes de recherche internes mettent à profit leurs connaissances approfondies des sociétés et des secteurs d'activité pour évaluer les facteurs ESG. Nous avons aussi recours aux services d'un fournisseur tiers, Sustainalytics, à titre de source externe indépendante pour nous assurer que tous les facteurs pertinents soient pris en compte.

Lors de l'évaluation du risque lié aux droits d'actifs délaissés sur le carbone, nous analysons un certain nombre d'enjeux à long terme, notamment :

- l'amélioration potentielle du processus d'exploitation des sociétés de l'énergie qui pourrait atténuer les effets néfastes sur l'environnement;
- l'émergence et le développement d'énergies renouvelables de remplacement;
- les initiatives visant à améliorer l'efficacité énergétique qu'entraînent les changements de l'offre et de la demande mondiales;
- les nouvelles politiques à l'égard de la consommation de combustibles à base de carbone adoptées par les pays et les dirigeants politiques.

Nos analystes de placement évaluent régulièrement ces facteurs et leurs effets sur les valorisations et les niveaux de risque. Nous examinons les répercussions potentielles d'une nouvelle réglementation sur la production et la rentabilité en fonction de la probabilité et des conséquences financières anticipées pour chaque société du secteur. Nous évaluons ce type de risque de la même manière que nous mesurons la probabilité d'un changement réglementaire du CRTC et ses répercussions sur les entreprises du secteur des médias et des télécommunications. Nous considérons et modélisons également les changements qui pourraient être apportés aux politiques de taxation du carbone afin de nous assurer que notre thèse de placement pour nos actions de l'énergie demeure intéressante en fonction de divers scénarios.

Par exemple, nos valorisations tiennent compte du nouveau coût des restrictions réglementaires sur le carbone en Alberta, où la taxe de 15 \$ par tonne augmentera à 30 \$ par tonne en 2017, ce qui équivaut à moins d'un demi-cent par litre d'essence à la pompe. Nous estimons que cette augmentation des taxes sur le carbone aura très peu de conséquences sur la rentabilité des pétrolières.

Nous examinons aussi le risque potentiel associé à chaque entreprise du secteur de l'énergie. Par exemple, les sociétés qui utilisent le charbon comme principale source d'énergie sont plus exposées au risque de réglementation environnementale. Nous privilégions plutôt les grands producteurs pétroliers bien capitalisés qui possèdent de généreuses réserves à long terme pouvant être reconstituées à faible coût et qui affichent un solide bilan en matière d'ESG. Des sociétés qui répondent à ces critères, comme Suncor Énergie et Compagnie Pétrolière Impériale Ltée, sont en mesure de mieux résister aux fluctuations à court terme des prix du pétrole et sont bien placées pour profiter de la normalisation des prix du pétrole. Chez FGP, nous croyons que l'augmentation du coût de réduction des gaz à effet de serre ne constitue qu'un des facteurs de risque à évaluer.

Notre conclusion

Le risque lié aux droits d'actifs délaissés sur le carbone en lui-même ne nous dissuadera pas d'investir dans une société ou dans son secteur d'activité. Toutefois, nous tenons compte de ce risque ainsi que de nombreux autres facteurs financiers dans notre processus de valorisation pour évaluer l'attrait relatif de diverses occasions de placement. Nous tentons ainsi de tenir compte de tous les facteurs et risques pertinents pour prendre nos décisions à l'égard des titres afin d'optimiser le rendement des placements des portefeuilles de nos clients tout en gérant prudemment le risque d'investissement. Pour atteindre pleinement ces objectifs au fil du temps, nous estimons qu'il est important de n'exclure aucun secteur essentiel de l'économie, mais de quantifier adéquatement le risque et d'en déterminer la valeur dans le cadre de notre processus d'analyse fondamentale des titres.

La mention de titres dans le présent document ne doit pas être considérée comme une recommandation d'achat ou de vente, et ces titres ne sont pas représentatifs de l'ensemble des comptes et portefeuilles de Foyston, Gordon & Payne Inc.

Source des données de l'indice S&P/TSX : TSX Copyright 2015 TSX Inc. Tous droits réservés.