

Octobre 2022

Stratégie des investisseurs

Information la plus récente sur les marchés par l'équipe de Patrimoine Richardson

Patrimoine
RICHARDSON

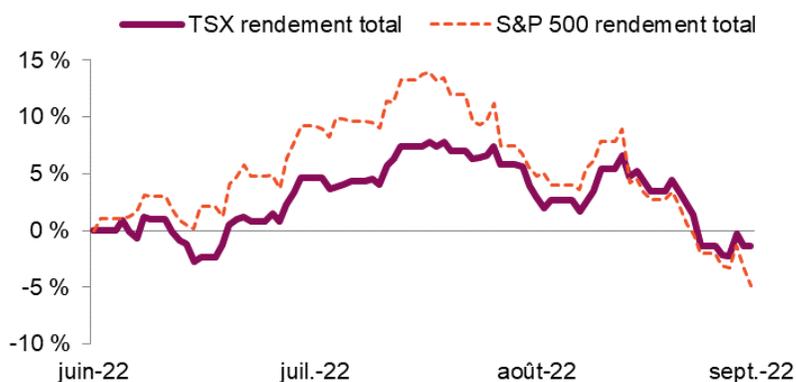
À quand la fin du marché baissier?

Sommaire

1. Réveillez-moi à la fin septembre
2. Clôture du troisième trimestre, à quand la fin du marché baissier?
3. Cycle du marché
4. Construction du portefeuille
5. Incidence des monnaies

Malgré la forte remontée du milieu de l'été, les marchés ont clôturé le trimestre en légère baisse. Au Canada, le S&P/TSX a terminé en recul de 1,4 % alors que le S&P 500 a fait un peu moins bien, en baisse de 4,9 % (\$ US). Aux États-Unis, les replis du marché n'ont pas ciblé davantage les titres de croissance ou les titres de valeur, même que ces derniers ont surpris avec des pertes supérieures d'environ 2,0 % à celles des titres de croissance durant le trimestre. C'est un résultat plutôt inhabituel dans un contexte de hausse des taux, mais qu'on observe à la phase finale d'un marché baissier lorsque les ventes sont plus généralisées. Au moment où s'achève le troisième trimestre, la question est de savoir quand se terminera le marché baissier.

La reprise de l'été s'essouffle



Visitez notre site Web pour accéder à d'autres nouvelles sur les marchés et à nos précédents rapports :

<https://richardsonwealth.com/market-insights>

Inscrivez-vous ici si vous ne recevez pas déjà *L'État du marché* directement dans votre boîte de réception.

Une collaboration entre Patrimoine Richardson et Purpose Investments*

Réveillez-moi à la fin septembre

Durant la première moitié du trimestre, il était permis de croire que le pire était passé pour les marchés. Au milieu du trimestre, en août, le S&P/TSX et le S&P 500 connaissaient tous deux une belle progression de 7,8 % et 13,9 % (en \$ US), respectivement. Cependant, c'est à ce moment que l'inflation persistante et l'intransigeance des banques centrales ont freiné le rebond par rapport au creux de la mi-juin. Le repli des actions nord-américaines s'est poursuivi en septembre, alors que les investisseurs prenaient acte du resserrement des conditions financières et des hausses de taux musclées. Après avoir évolué en dents de scie, les grands indices ont terminé le mois à des creux de l'année, le **S&P/TSX**, le **S&P 500** et le **Nasdaq** reculant respectivement de 4,3 %, 9,2 % et 10,5 % au cours du mois.

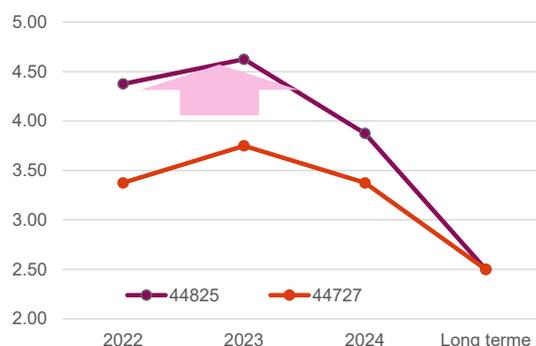
En septembre, l'attention était encore tournée vers les banques centrales alors que l'inflation n'était toujours pas maîtrisée. Forcée d'intervenir, la Banque d'Angleterre, en particulier, s'est engagée à acheter pour 65 milliards de livres d'obligations d'État à long terme et elle a reporté son programme de vente d'obligations gouvernementales de 838 milliards de livres pour limiter la débâcle du marché. C'était après que la nouvelle première ministre du Royaume-Uni, Liz Truss, a présenté son budget prévoyant de fortes baisses d'impôt et des subventions aux ménages, ce qui a provoqué une vente massive de la livre et des obligations d'État britanniques. Plus près de chez nous, la Banque du Canada a respecté son plan, relevant comme prévu son taux directeur de 75 pb pour le porter à 3,25 %. Au sud de la frontière, la Fed a relevé son taux directeur de 75 pb, plutôt que de 100 pb comme certains l'avaient prévu, tout en conservant un ton ferme dans ses commentaires. La volatilité des marchés obligataires a considérablement augmenté ce mois-ci, en particulier après l'intervention de la Banque d'Angleterre et après qu'un nouveau graphique à points de la Fed a montré que les taux d'intérêt pourraient demeurer élevés plus longtemps aux États-Unis. Devant le resserrement continu, les marchés obligataires nord-américains ont enregistré un mois de rendements négatifs en septembre et sont en baisse de plus de 10 % depuis le début de l'année. Le billet vert est l'un des segments du marché qui a continué de progresser.

L'indice du dollar américain (DXY) a grimpé de 3,15 % au cours du mois et est en hausse de plus de 17 % depuis le début de l'année. Le dollar canadien a chuté d'environ 8 % par rapport au dollar américain jusqu'ici cette année. Néanmoins, il est intéressant de noter que le huard a mieux fait que beaucoup de grandes monnaies grâce en partie à la vigueur relative de l'économie canadienne et à la Banque du Canada, qui a largement suivi le rythme et l'ampleur des hausses de taux de la Fed. Le yen, la livre et l'euro se sont dépréciés de 14 % à 25 % par rapport au dollar américain depuis le début de l'année.

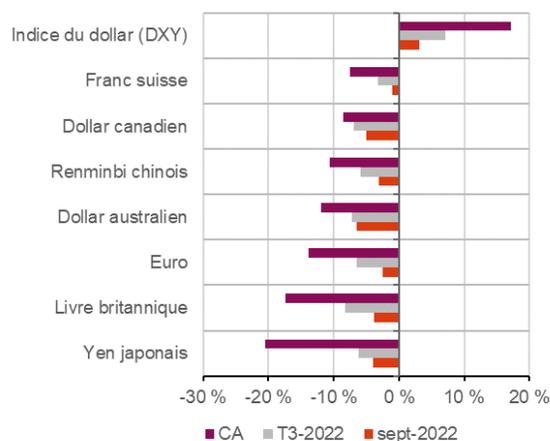
Le pétard mouillé de l'été

	sept-2022	T3-2022	CA
S&P/TSX RT	-4,3%	-1,4%	-11,1%
S&P 500 RT	-9,2%	-4,9%	-23,9%
Nasdaq	-10,5%	-4,1%	-32,4%
Europe	-5,7%	-4,0%	-22,8%
Japon	-7,7%	-1,7%	-9,9%
Chine	-5,6%	-11,0%	-16,9%
Obl. canadiennes	-0,5%	0,5%	-11,8%
Obl. américaines	-4,3%	-4,8%	-14,6%

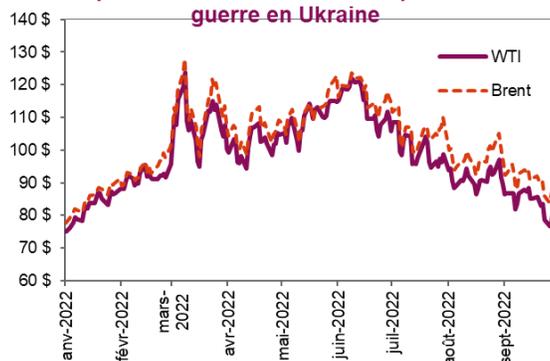
La prévision médiane des graphiques à points du FOMC annonce une longue période de taux élevés



Incidence des monnaies

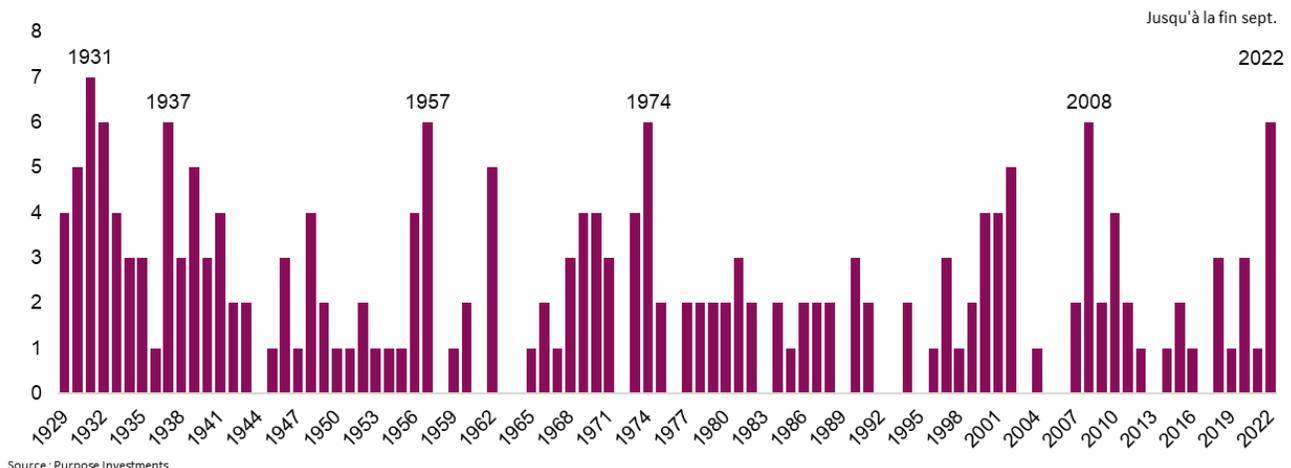


Le pétrole aux mêmes niveaux qu'avant la guerre en Ukraine



Après les récentes pertes, les prix du pétrole ont rebondi vers la fin du mois. La remontée est survenue après l'annonce par l'Union européenne d'une nouvelle série de sanctions contre la Russie, alors qu'on suspectait que la rupture de trois pipelines dans la mer Baltique était le résultat d'un sabotage. De plus, la demande chinoise a montré des signes de reprise et la baisse des stocks aux États-Unis a fait augmenter la probabilité d'un resserrement de l'offre à court terme. Cette brève remontée n'a cependant pas permis au pétrole de récupérer les énormes pertes enregistrées au troisième trimestre et les indices de référence ont reculé de près de 25 %, s'inscrivant un premier trimestre négatif depuis 2020. L'or, souvent considéré comme une valeur refuge, a continué de perdre du terrain, comme d'autres métaux précieux, avec un recul de 3,2 % en septembre et de 8 % au cours du trimestre. Le cours au comptant de l'or a perdu environ 19 % depuis le sommet d'un an atteint en mars, contenu à des niveaux inégalés depuis avril 2020. N'oubliez pas que le pétrole, comme presque tous les autres produits de base, est libellé en dollars américains, et qu'il est par conséquent plus cher et soumis aux pressions d'une demande volatile. La Chine, par exemple, maintient sa politique zéro COVID même si elle freine la croissance intérieure et la reprise de l'économie mondiale. Les investisseurs demeurent préoccupés par la Chine, car il semble que les zones de production comme Shanghai pourraient être fermées à tout moment.

S&P 500 : nombre de mois de reculs de 3 % par année civile

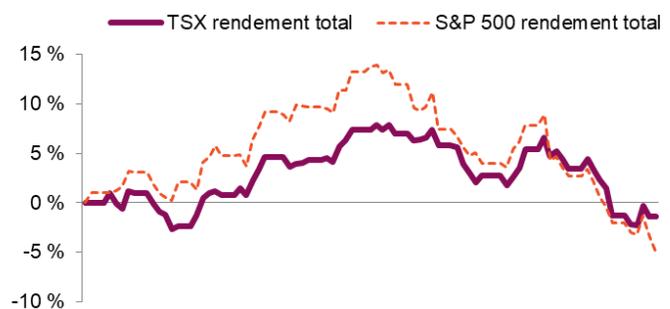


Malheureusement, le mois de septembre a été fidèle à sa réputation de faiblesse et de volatilité accrues, affichant son pire résultat depuis 2011. De son côté, le S&P 500 est près de battre le record du plus grand nombre de mois de rendements négatifs de 3 % ou plus dans une année. En fait, un record sera établi si les rendements de deux des trois derniers mois de l'année montrent des reculs de plus de 3,0 %. Ce n'est peut-être pas un accomplissement, mais des événements impressionnants peuvent survenir aux deux extrémités du spectre. N'oubliez pas qu'en 2021, le S&P 500 était en hausse de 29 %.

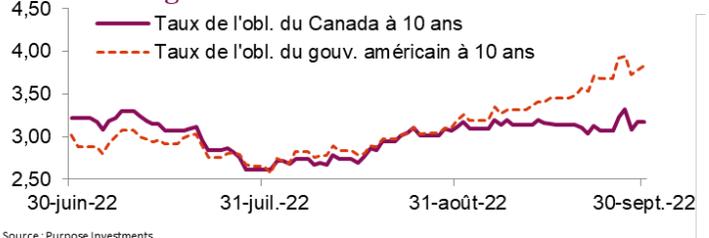
Le troisième trimestre tire à sa fin – à quand la fin du marché baissier?

Au cours du dernier mois et demi, les défis se sont accumulés pour les investisseurs. Tout a viré au rouge,

La reprise de l'été s'essouffle



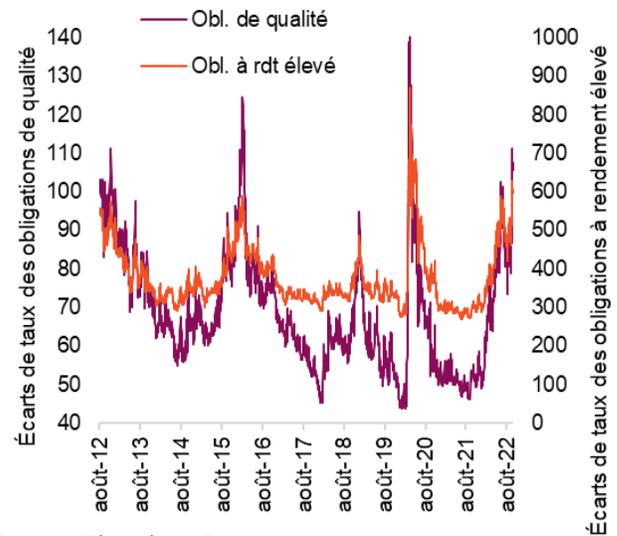
Divergence des taux aux É.-U. et au Canada



Source : Purpose Investments

y compris le marché obligataire, qui a poursuivi son déclin, même s'il a été plus stable par rapport au début de l'année. L'incontournable taux de l'obligation du Trésor américain à 10 ans se situait à 3 % au début du trimestre avant de baisser à 2,55 %, puis de remonter à près de 4 %. On en a eu le souffle coupé. Pas comme devant un paysage époustouflant malheureusement, mais plutôt comme quand on reçoit un coup de poing dans le ventre alors qu'on ne s'y attend pas. Les écarts de taux ont augmenté à un rythme constant, mais si l'inflation persiste et que la croissance ralentit, les bilans et les flux de trésorerie gagneront en importance. Si nous entrons en récession, les écarts de taux vont probablement continuer de se creuser. Deux PIB négatifs de suite font craindre un ralentissement de la croissance d'ici la fin de l'année. Les résultats de bénéfices du troisième trimestre sont attendus très bientôt, en octobre. Les prévisions ont été revues à la baisse et il y a de bonnes chances que les chiffres soient encore pires que prévu. Malgré l'espoir que l'inflation ait enfin culminé, les chiffres toujours élevés peuvent encore nuire aux bénéfices. De plus, en raison des problèmes persistants des chaînes d'approvisionnement, les entreprises peinent à répondre à la demande. Malgré la morosité des perspectives pour l'économie et les marchés, la meilleure stratégie à long terme reste encore de conserver ses placements, tout en gérant le risque.

Les écarts de taux continuent de se creuser



Sources : Bloomberg, Purpose Investments

Même après la forte remontée du milieu de l'été, nous nous retrouvons en position légèrement négative à la fin du trimestre. Au Canada, le TSX a clôturé en baisse de 1,4 % et le S&P 500 a terminé sur un recul un peu plus prononcé de 4,9 %. Alors que les deux indices touchent de nouveaux creux pour ce marché baissier ou s'en approchent, d'autres braderies sont certainement à prévoir. Les replis du marché aux États-Unis n'ont pas ciblé davantage les titres de croissance ou les titres de valeur, même que ces derniers ont surpris avec des pertes supérieures d'environ 2,0 % à celles des titres de croissance durant le trimestre. C'est un résultat plutôt inhabituel dans un contexte de hausse des taux, mais qu'on observe à la phase finale d'un marché baissier lorsque les ventes sont plus généralisées. **Au moment où s'achève le troisième trimestre, la question est de savoir quand se terminera le marché baissier.**

La réponse facile à cette question passablement importante est que le marché baissier prend fin lorsque le prochain marché haussier commence. Malheureusement, il n'existe pas de mesure simple ou fiable, puisque chaque marché baissier est différent. Parfois, les marchés baissiers génèrent des pertes de l'ordre de 40 % à 50 % et même davantage, ce qui peut être inquiétant, considérant que le S&P 500 a perdu 25 % jusqu'ici et le TSX 17 %. Heureusement, il arrive que les pertes soient beaucoup moins marquées (il y a toujours de l'espoir). Certains marchés baissiers durent des années et d'autres, quelques mois seulement.

Aucune mesure de valorisation ou cote de confiance ne signale l'atteinte du point d'inflexion. Les quatre derniers marchés baissiers pour le S&P 500 ont pris fin à des ratios cours-bénéfice de 10, 14, 9 et 14, contre un ratio de 15,5 actuellement. Pire encore, le creux des valorisations n'a pas toujours coïncidé avec les cours planchers étant donné que les bénéfices sont une composante variable du ratio C/B. La confiance est très faible en ce moment, ce qui constitue un signal haussier. N'oublions pas que le creux de mars 2009 est survenu quelques jours après que le sondage sur la confiance des investisseurs de l'AAII a révélé que plus de 60 % des investisseurs étaient pessimistes. Toutefois, le même niveau de pessimisme existait en octobre 2008, pourtant il a fallu encore cinq longs mois et des pertes supplémentaires de 25 % avant de toucher le creux.

Même une fois que le marché est au plus bas, souvent on refuse d'y croire. Le marché remonte, mais la plupart des investisseurs et des observateurs n'y voient qu'un nouvel épisode haussier dans un marché toujours baissier et le

pessimisme continue de dominer les conversations. Comme pour les récessions, on réalise qu'un marché baissier est terminé longtemps après le fait.

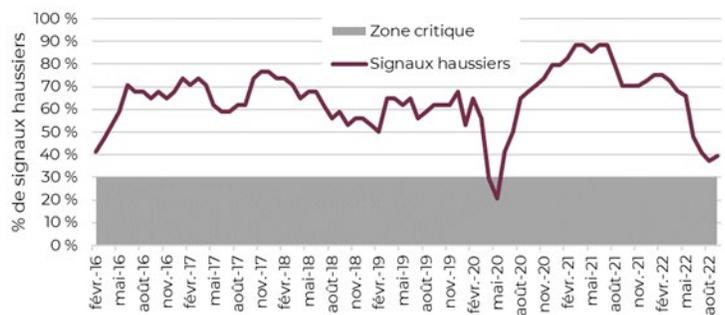
Fort heureusement, tout n'est pas perdu. On a souvent noté que le creux d'un marché baissier survient lorsque la cause sous-jacente commence à s'améliorer. Même si la cause de ce marché baissier peut encore être débattue, la plupart s'entendent pour dire que la perte de contrôle de l'inflation a été un moment décisif. Les banques centrales ne relèvent pas les taux d'intérêt et ne retirent pas leurs mesures de stimulation pour nuire aux investisseurs ou faire baisser la valeur de nos maisons, mais bien pour contrer l'inflation.

Selon nous, quand l'inflation commencera à décélérer (ce qui n'est plus qu'une question de temps), la remontée des marchés boursier et obligataire sera vigoureuse. Cela pourrait marquer la fin du marché baissier, et ce même si une récession ou une récession des bénéfiques pointe à l'horizon. Les creux boursiers coïncident rarement avec le creux de l'activité économique. La plupart du temps, le marché inverse sa tendance bien avant l'économie, souvent avec un écart de plusieurs mois ou plusieurs trimestres. Comme ce marché baissier a été provoqué par l'inflation, une amélioration de la cause sous-jacente ne doit pas être sous-estimée. Évidemment, il y a un « mais ». L'inflation n'a pas commencé à s'améliorer et un bon résultat pour un mois ne fait pas une tendance. Par conséquent, même si l'amélioration de l'inflation pourrait marquer la fin du marché baissier, cela pourrait prendre au minimum quelques mois, voire plus. Entre-temps, les données économiques et les résultats de bénéfices risquent de continuer de se contracter, alors que le marché subit de fortes pressions causées par les fluctuations inhabituelles des monnaies, les variations importantes des taux et évidemment les reculs boursiers. Autrement dit, à notre avis le creux n'a pas encore été atteint, mais on s'en rapproche.

Cycle du marché

Nous avons quelques nouvelles encourageantes, mais commençons par un

Les indicateurs du cycle du marché régressent



Sources: Purpose Investments, Bloomberg

Indicateurs du cycle du marché

Catégorie	Paramètre			Amélioration/ Détérioration	
Taux	Réductions nettes	🐻	🐻	2 / 0	
	Courbe des taux	🟢	🔴	+	
	Courbe des taux 3 mois	🟢	🟢	+	
Economie américaine	Ind. avancée (3m)	🐻	🐻	7 / 11	
	Ind. avancée (6m)	🟢	🔴	-	
	Ind. Phil Fed Coincident	🟢	🔴	-	
	Crédit (3m)	🟢	🔴	-	
	Prob. récession (Fed de NY)	🟢	🔴	-	
	Prob. récession (Fed de Cleveland)	🟢	🔴	+	
	Ind. Citi surprise économique	🟢	🔴	+	
	GPD Now (Fed d'Atlanta)	🟢	🔴	-	
	Taux de chômage aux E.-U.	🟢	🔴	-	
	Confiance des cons. (3m)	🟢	🔴	+	
	PMI	🟢	🔴	-	
	PMI nouvelles commandes	🟢	🔴	+	
	Demande d'énergie (sur 12 mois)	🟢	🔴	+	
	Transport par camion (sur 12 mois)	🟢	🔴	-	
	Transport ferroviaire (sur 12 mois)	🟢	🔴	-	
	Mises en chantier (6m)	🟢	🔴	-	
	Offre mensuelle (6m)	🟢	🔴	-	
Ventes de maisons	🟢	🔴	-		
Ventes de maisons neuves	🟢	🔴	+		
Ind. NAHB de l'activité du marché	🟢	🔴	-		
Economie mondiale	PMI mondial	🐻	🐻	5 / 3	
	Cuivre(6m)	🟢	🔴	-	
	DRAM (3m)	🟢	🔴	+	
	Pétrole (3m)	🟢	🔴	+	
	Produits de base (3m)	🟢	🔴	+	
	Ind. Baltic Freight (3m)	🟢	🔴	+	
	Kospi (3m)	🟢	🔴	+	
	Marchés émergents (3m)	🟢	🔴	-	
	Fondamentaux	E.-U.: C/B	🐻	🐻	7 / 5
		E.-U.: croissance du BPA	🟢	🔴	+
E.-U.: BPA 2 ans vs 1an		🟢	🔴	+	
E.-U.: rév. BPA 3 mois		🟢	🔴	+	
Canada : C/B		🟢	🔴	-	
Canada : croissance du BPA		🟢	🔴	+	
Canada: BPA 2 ans vs 1an		🟢	🔴	+	
Canada : rév. BPA 3 mois		🟢	🔴	+	
Int. : C/B		🟢	🔴	-	
Int. : croissance du BPA		🟢	🔴	+	
Int. : BPA 2 ans vs 1an		🟢	🔴	-	
Int. : rév. BPA 3 mois		🟢	🔴	-	

rapide survol de nos indicateurs du cycle du marché. Si en tant qu'investisseur vous attendez que le FMI ou les analystes annoncent qu'une récession est en vue, il sera trop tard puisque les marchés auront probablement déjà réagi. Nos indicateurs du cycle du marché regroupent un large éventail de données sur l'économie, la confiance des investisseurs, les fondamentaux et les taux d'intérêt.

Cependant, la plupart des indicateurs, qu'ils soient haussiers ou baissiers, représentent des taux de variation, c'est-à-dire le rythme auquel l'indicateur avancé s'améliore ou se détériore. Par exemple, si le chômage aux États-Unis augmente de 0,5 %, cet indicateur devient baissier. Il se pourrait que les taux de chômage soient par ailleurs très bas, mais ce qui compte, c'est le taux de variation. L'économie, c'est comme les dominos, quand la première pièce tombe, elle en fait tomber une autre. Ce sont les ventes de maisons qui tombent en premier, puis les prix, et enfin l'activité de construction et les emplois. Ce sont les répercussions et les boucles de rétroaction qui tendent à orienter l'économie dans une direction ou une autre.

Pour revenir aux bonnes nouvelles, les indicateurs se sont stabilisés juste au-dessus de la zone critique d'une récession imminente, bien que la vitesse du mouvement de repli soit indéniable (voir le graphique). Les indicateurs économiques mondiaux sont baissiers depuis plusieurs trimestres, et dernièrement les indicateurs américains ont aussi commencé à faiblir. Les données restent néanmoins contrastées aux États-Unis où le marché de l'habitation est à la peine, alors que le secteur manufacturier continue de résister, même si l'activité tend à ralentir. On a vu une amélioration du côté des données fondamentales, avec la contraction des valorisations et les révisions de bénéfices qui tiennent toujours, pour l'instant.

Être aussi proche de la zone critique n'a rien de rassurant. De plus, compte tenu des nouvelles qui nous parviennent, nous estimons qu'un plus grand nombre d'indicateurs vont tourner au rouge plutôt qu'au vert dans les prochaines semaines. L'économie ressent de plus en plus les effets du resserrement des conditions financières, et cela commence à se refléter sur les bénéfices des entreprises ou les propos de leurs dirigeants.

Cela reste quand même un cycle et des conditions uniques du fait de la pandémie. Il est clair que ce marché baissier est davantage le résultat de l'inflation que d'une récession, ce qui pourrait toutefois changer dans les prochains mois, alors que les risques de récession vont probablement continuer d'augmenter. Comme les marchés sont déjà affaiblis par l'inflation et les taux élevés qui ont fait augmenter le taux d'actualisation de l'ensemble des actifs et fait baisser les prix dans toutes les catégories d'actif, la question qui se pose est la suivante : faut-il s'inquiéter d'une récession? Selon nous, pas autant que dans un cycle normal. Avec des niveaux déjà déprimés comme point de départ, la réaction du marché à une récession sera nécessairement moins marquée. La récession, ou le risque de récession, n'est jamais une bonne nouvelle, mais ce facteur est déjà en bonne partie escompté.

Un certain nombre d'entre nous pensent aussi qu'une récession modeste aurait un effet bénéfique, en réduisant les pressions inflationnistes et en contribuant à faire baisser les taux. Cela permettrait également de soulager le marché de l'emploi et, pour ainsi dire, de faire contrepoids à un niveau d'arrogance passablement répandu.

Construction du portefeuille

Les facteurs défavorables restent très présents, mais avec des niveaux de confiance aussi bas et des marchés survendus, nous pourrions approcher d'un point d'inflexion où les marchés sont devenus excessifs, escomptant un scénario exagérément pessimiste. Les mouvements synchronisés du marché sont fréquents, et un marché qui a été poussé trop loin peut soudainement libérer son énergie, comme un ressort qui aurait été comprimé.

Après avoir réduit la part des actions à l'intérieur du portefeuille en août, notre positionnement est généralement neutre et surpondère les liquidités. L'économie mondiale ralentit, mais elle n'est toujours pas en récession et les prévisions de bénéfices ne reflètent pas encore un scénario de récession. L'avantage c'est que les liquidités ou les titres du marché monétaire à court terme rapportent maintenant un rendement raisonnable – le plus élevé en 10 ans – mais surtout cela augmente la liquidité et les options.

Non, nous n'avons pas immobilisé nos actifs dans des CPG pluriannuels, qui sont très courus par de nombreux investisseurs déçus des rendements cette année, en particulier de la performance des obligations. À notre avis, le taux bonifié n'est pas suffisant pour justifier une immobilisation de nos actifs. Si les taux montent encore, les liquidités profiteront d'un meilleur rendement, contrairement aux CPG. Et si l'inflation se met à redescendre, nous aurons des liquidités sous la main pour modifier la répartition de nos actifs.

Nos pondérations, qui sont traditionnellement loin d'être statiques, ont peu changé par rapport au dernier mois. Nous restons prudents; par contre, nous sommes bien conscients que lorsque la confiance atteint un point limite, le vent peut tourner rapidement. Il suffirait d'un chiffre d'inflation meilleur que prévu, voire d'un changement de ton inattendu de la part d'une banque centrale [probablement en réaction à cette statistique]. Pour l'instant, les marchés sont parfaitement à l'aise dans leur inconfort, ne sachant pas de combien les taux devront encore augmenter, ni quel sera le taux final et combien de temps il faudra avant que le resserrement récent se reflète sur les données économiques.

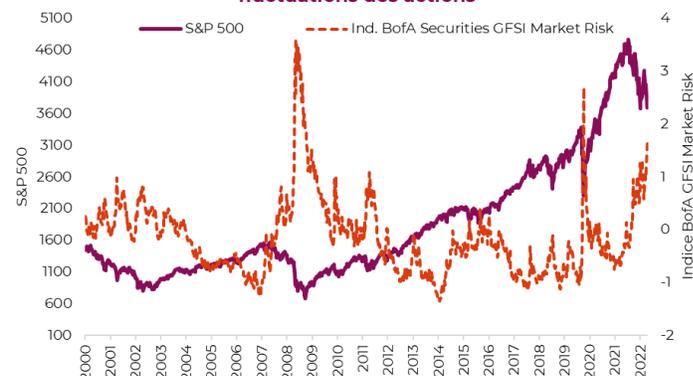
Actions

L'incertitude crée de la volatilité, et la volatilité fait maintenant autant parler que la série *House of Dragons* durant un appel zoom, un lundi matin. La volatilité des marchés boursiers mesure le risque de nouvelles fluctuations des prix, et elle est au plus haut depuis le début de la pandémie, comme le montre l'indice Bank of America sur le graphique. Ces accès de volatilité sont habituellement de courte durée et coïncident souvent avec les creux du marché. Pour l'instant, nous restons prudents, en maintenant une pondération en actions neutre. Un autre rebond tactique des titres de croissance comparable à celui de cet été n'est pas exclu, mais nous préférons laisser le marché réagir en premier. À partir de maintenant, ce sont vraiment le marché obligataire et les chiffres d'inflation qui vont dicter l'évolution des actions. Par conséquent, toute baisse des taux obligataires devra être interprétée comme un signal positif pour les actions.

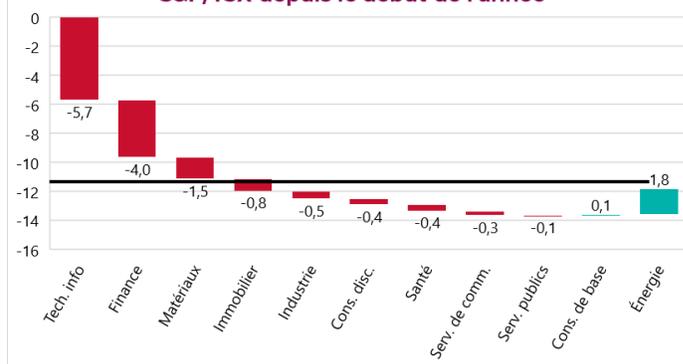
Répartition du portefeuille

Répartition globale de l'actif			
Actions			+
Obligations			
Liquidités			
Placements non traditionnels			
Actions			
Canada			
É.-U.			
International			
Marchés émergents			
Obligations			
Gouvernement			
Première qualité			
Rendement élevé			
Actions privilégiées			
Placements non traditionnels			
Stratégies de réduction de la volatilité			
Stratégies d'amélioration de la volatilité			
Produits structurés / taux			
Actifs réels			
Répartition du portefeuille			
Valeur			Croissance
Petite cap.			Grande cap.
Gestion active			Gestion passive
Duration courte			Duration longue
Faible proportion d'obligations de sociétés			Proportion élevée

Le marché des options escompte d'importantes fluctuations des actions

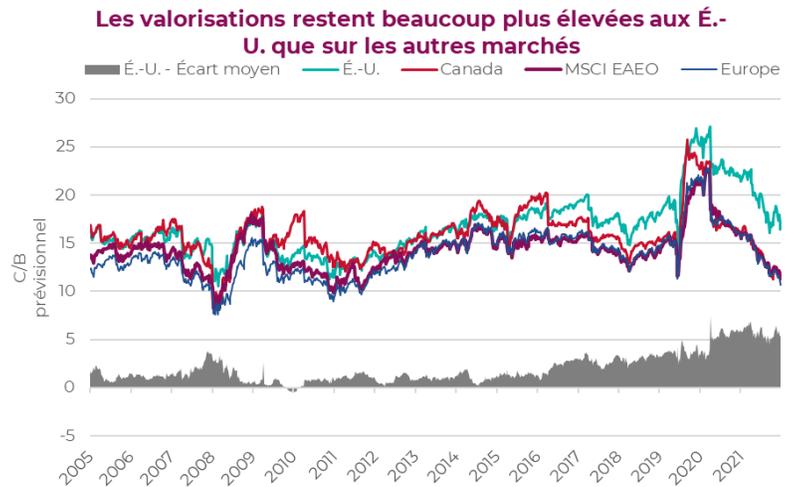


Contribution au rendement de l'indice composé S&P/TSX depuis le début de l'année



Canada

Bien que l'attrait d'une valeur sûre comme le dollar américain pourrait persister pendant des mois, voire des trimestres – même en tenant compte de la conversion en dollars canadiens – les marchés canadiens ont offert un meilleur refuge aux investisseurs que bien d'autres marchés internationaux. Depuis le début de l'année, l'indice composé S&P/TSX a perdu seulement 11 % et est donc encore loin d'un marché baissier. Nous maintenons une position neutre au Canada, mais tout changement d'attitude face au risque pourrait faire remonter fortement les actions canadiennes. La vigueur relative du marché canadien est largement attribuable au secteur de l'énergie. Ce secteur, qui compte pour 17 % du marché, a été le seul avec le secteur de la consommation de base à apporter une contribution positive.



Le pétrole a été bradé de 20 % en seulement deux mois, par contre à ce niveau, il pourrait bientôt remonter. Alors que les ponctions dans les réserves stratégiques américaines doivent prendre fin dans un mois, on est encore loin d'un accord avec l'Iran et les sanctions contre la Russie vont continuer de limiter l'offre. Une baisse du dollar américain serait aussi la bienvenue.

Nous sommes toujours préoccupés par les risques de récession au Canada et les répercussions du ralentissement du marché immobilier sur l'économie et les banques. Par contre, les valorisations fortement déprimées procurent une marge de sécurité.

É.-U.

En août, nous avons réduit la pondération des actions américaines, inquiétés par les gains importants, notamment du côté de l'indice NASDAQ à forte composante technologique. À l'approche des élections de mi-mandat et compte tenu de l'attitude intransigeante de la Fed, la volatilité devrait persister. D'après les tendances saisonnières, les mois qui précèdent les élections de mi-mandat sont plutôt médiocres, mais les choses changent après l'élection. L'écart avec les valorisations mondiales nous fait craindre également que les investisseurs axés sur la valeur perçoivent de meilleures occasions à l'étranger en raison de la fermeté du billet vert et des valorisations américaines qui restent bien au-dessus de ce qui pourrait ressembler à des creux cycliques. En ce moment, le ratio C/B du S&P 500 se situe à 16,5 fois les bénéfices prévisionnels, contre 11,4 pour le TSX et 11,2 pour l'indice MSCI EAEO. Cet écart prononcé persiste depuis les deux dernières années et rend les actions américaines encore chères en termes relatifs. La Fed reste fermement déterminée, ce qui est un autre facteur à considérer.

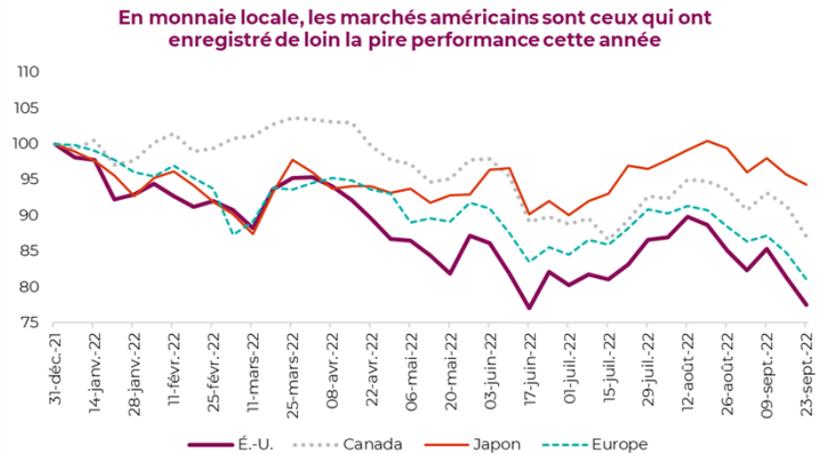
International

Certaines des conditions qui précèdent un creux du marché commencent à se mettre en place, en particulier sur les marchés internationaux. À l'extérieur des États-Unis, les actions semblent de moins en moins chères et pourraient bientôt redevenir intéressantes en termes de valeur. Comme on peut le voir dans le graphique des valorisations ci-dessus, les perspectives et l'humeur sont excessivement pessimistes.

L'Europe fait toujours face à des défis structurels en raison de la crise énergétique, de la guerre en cours sur son territoire et des problèmes liés aux monnaies, alors que l'euro et la livre britannique s'échangent presque à parité avec le dollar américain. Les mouvements des monnaies expliquent une bonne partie des rendements négatifs cette année.

Depuis le début de l'année, l'indice MSCI EAEO a perdu 27 %, alors que le marché européen a reculé de 21 % et le marché japonais de 8 %. Toutefois, si on exclut l'effet des monnaies, ces trois marchés ont en réalité fait mieux que le marché américain.

En raison des problèmes structurels de l'Europe, nous continuons d'avoir une préférence pour le Japon. Le yen est sous-évalué du fait que la Banque du Japon n'a pas emboîté le pas aux autres banques centrales jusqu'ici. L'indice Nikkei a été passablement vigoureux cette année et il a même devancé le TSX fortement pondéré en ressources, avec une perte de seulement 6,6 % en monnaie locale. En dollars américains, le recul est de 25 % depuis le début de l'année. Le marché japonais est surtout concentré dans l'automobile, les entreprises pharmaceutiques, les banques, l'industrie et les télécommunications. Voilà une belle brochette d'entreprises nationales défensives axées sur l'exportation et dont les produits deviennent soudainement plus compétitifs en termes de prix sur le marché mondial en raison de l'effritement du yen.



Selon notre scénario de base, la faiblesse du yen va commencer par s'atténuer, pour ensuite disparaître lorsque la Banque du Japon changera sa politique. La tension actuelle entre la Banque du Japon et le ministre des Finances montre bien que la faiblesse du yen est devenue un problème politique. La semaine dernière, le Japon a dû intervenir pour soutenir le yen pour la première fois depuis 1998. Évidemment, il est difficile de prévoir ce genre de changement, mais nous nous attendons à ce que l'économie reste résiliente, ce qui devrait accroître les pressions inflationnistes qui mèneront vers un changement de politique ou, à tout le moins, une diminution de l'assouplissement.

Il ne faudrait pas se montrer trop pessimiste à l'égard de presque toutes les monnaies, à l'exception du dollar américain. Même si la balance des risques avantage toujours le dollar américain, le marché est de plus en plus saturé. Du jour au lendemain, les marchés internationaux pourraient enregistrer un bond substantiel, aidés par les valorisations bon marché et des monnaies encore moins chères.

Marchés émergents

Nous continuons de sous-pondérer fortement les marchés émergents, sinon de les exclure carrément. La vigueur du dollar américain est un réel problème pour de nombreux marchés en développement, tout comme un éventuel ralentissement de la Chine. À cela il faut ajouter d'autres risques politiques et sociaux liés aux pénuries alimentaires, à l'inflation élevée et à la fermeté des prix des produits de base. Même si les marchés émergents se négocient à des niveaux plus bas qu'avant la pandémie, il est difficile d'envisager qu'ils puissent mener la remontée dans un contexte de ralentissement économique mondial. Lorsque les premiers signes de reprise se feront sentir, les marchés émergents pourraient offrir d'excellentes occasions, mais nous continuons de penser que ce moment n'est pas encore arrivé.

Titres à revenu fixe

Cette année, au lieu d'être une source de diversification, les obligations ont plutôt fait baisser les rendements. Les hausses de taux durant l'année ont grandement perturbé le marché obligataire. L'économie, l'inflation et la future politique des banques centrales sont autant de sources d'incertitude. Dans nos modèles, nous continuons de privilégier une faible durée et une surpondération des obligations de sociétés.

En ce moment, notre durée de 5 ans est inférieure à celle de l'indice des obligations universelles FTSE/TMX, qui est de 7,5 ans. Nous comptons toujours augmenter la durée à mesure que les taux montent. En août, nous avons mentionné que si les taux augmentaient à 4 %, nous saisissons cette occasion pour augmenter la durée autour de 6 ans. Même si le taux de l'obligation du Trésor américain à 10 ans a brièvement monté à 4 %, il est redescendu de 20 pb en quelques heures.

La divergence entre le taux des obligations à 10 ans au Canada et aux États-Unis a également retenu notre attention. Les taux canadiens sont beaucoup plus bas qu'en juin et très loin de notre cible de 4 %. L'écart de taux est actuellement de 67 pb, un recul de 100 pb par rapport au début du trimestre. Aux États-Unis, la dernière réunion de la Fed s'est conclue sur un relèvement substantiel des « points » du graphique, et les marchés s'attendent maintenant à un taux final de 4,5 % au début de 2023, contre 4,25 % précédemment. Même si la BdC a elle-même commandé d'énormes hausses, le taux terminal n'a pas changé beaucoup et reste à environ 4 % au début de 2023. Nous entendons toujours augmenter la durée par tranches à mesure que nos cibles maximales sont atteintes, en adoptant une approche plus mesurée. Si une récession devait survenir en 2023, nous pensons que les placements à revenu fixe à durée longue devraient faire mieux que les obligations à durée courte.



Obligations de sociétés

Nous continuons de surpondérer les obligations de sociétés à l'intérieur du portefeuille, avec une préférence pour les émissions de qualité supérieure. Les taux de défaillance restent bas, et l'élargissement des écarts de taux a augmenté le rendement. Les FNB à rendement élevé, qui sont très populaires en ce moment, rapportent près de 6 %, toutefois assumer un tel risque nous apparaît injustifié à la veille d'une possible récession. Le ralentissement de l'économie pèsera sur les bénéfiques et le risque de défaillance. Les marchés des obligations de sociétés ont déjà été passablement malmenés et, à ce stade-ci, nous misons sur la qualité en privilégiant les titres de qualité plutôt que les obligations à rendement élevé. Bien que des risques à court terme subsistent, sur un cycle complet, les perspectives pour les obligations de sociétés de qualité sont attrayantes en dépit des risques perçus.

Comme on l'a vu au Japon et au Royaume-Uni, la tension entre les banques centrales et les gouvernements va assurément s'accroître au cours des prochains trimestres. Il est impossible de lutter contre l'inflation sans causer des dommages à l'économie. Bien qu'on attribue tout le mérite aux banques centrales pour ce qui est d'influencer les marchés, il est important de rappeler que même si ce sont les banques centrales qui décident à quel moment hausser les taux, ce sont les marchés qui décident quand ils doivent baisser. Or ce changement peut se produire rapidement, et sans avertissement.

Incidence des monnaies

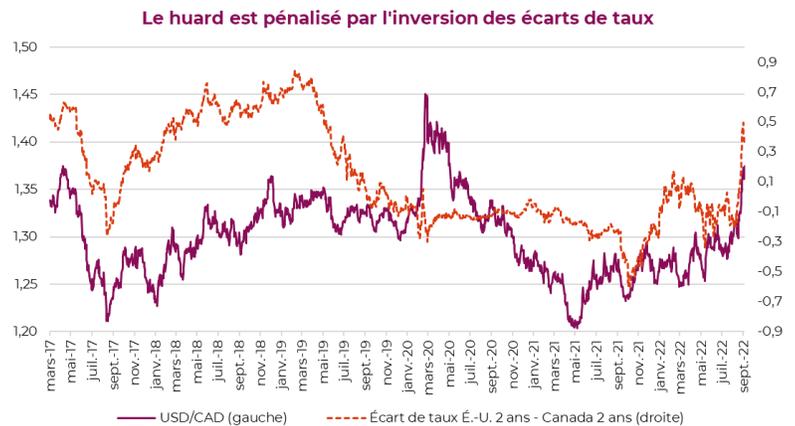
Le dollar américain continue de dominer toutes les autres monnaies. Les dommages ont été plus évidents cette dernière semaine, ce qui commence à causer des problèmes aux économies partout dans le monde. Une « guerre des monnaies inversée » est engagée par les banques centrales, qui peinent à suivre le rythme de l'ascension du billet vert. Jusqu'ici, la vigueur du dollar ne semble pas être un problème pour le gouvernement américain, et le mouvement quasi historique alimenté par la banque centrale ne semble pas près de disparaître. Selon certains paramètres, comme la parité du pouvoir d'achat, le dollar américain est surévalué, mais comme le disait un ancien secrétaire au Trésor américain, John Connally, il y a 50 ans : « Le dollar est notre monnaie, mais c'est votre problème. »

Un raffermissement du dollar nuit habituellement davantage aux marchés émergents, mais avec les pertes de 20 % du yen et de la livre britannique depuis le début de l'année, les marchés développés sont loin d'avoir été épargnés. Le dollar canadien reste plus solide que la plupart des autres grandes monnaies depuis le début de l'année. Il a toutefois cédé 4,75 % en septembre, presque le double des pertes de l'euro et presque autant que la livre. Cette perte rapide coïncide avec une inversion subite des différentiels de taux d'intérêt. L'écart de taux entre l'obligation à 2 ans des gouvernements américain et canadien est

passé de -16 pb à près de 40 pb en seulement un mois. La disparition de la prime de rendement du papier commercial canadien a pesé sur le huard ces dernières semaines. La baisse marquée a fait chuter le dollar canadien à moins de 0,73 \$ US, ce qui soulève une question importante pour les investisseurs : faut-il ajouter ou non une couverture?

Depuis longtemps, nous avons une préférence pour les placements en dollars canadiens non couverts, estimant que le dollar américain offrait aux investisseurs canadiens d'importants avantages sur le plan de la diversification.

L'année 2022 a fourni une belle démonstration du statut de valeur refuge du dollar américain, néanmoins on peut difficilement nier qu'il semble suracheté. Selon les données historiques, le taux de variation sur un an de près de 20 % de l'indice du dollar américain laisse croire à un plafonnement ou, à tout le moins, à une période de consolidation. Si le huard devait perdre quelques cents de plus, ce sera peut-être le temps de couvrir nos placements en dollars américains – s'il n'est pas déjà temps.



Sources : Les graphiques ont été produits par Bloomberg L.P., Purpose Investments Inc. et Patrimoine Richardson, à moins d'indication contraire.

***Auteurs :**

Purpose Investments : Craig Basinger, stratège en chef des marchés; Derek Benedet, gestionnaire de portefeuille

Patrimoine Richardson : Andrew Innis, analyste; Phil Kwon, chef, Analyse de portefeuilles; Mark Letchumanan, Services de recherche; An Nguyen, VP, Services de placement

Avertissements

Patrimoine Richardson Limitée

Les opinions exprimées dans ce rapport sont celles de l'auteur et elles ne sauraient être attribuées à Patrimoine Richardson Limitée ou à ses sociétés affiliées. Les opinions, estimations et autres renseignements contenus dans ce rapport reflètent le point de vue de l'auteur à la date du rapport et sont sujets à changement sans préavis. Nous ne garantissons pas l'exhaustivité ou l'exactitude de ces renseignements et nous demandons aux lecteurs de ne pas prendre de décision sur la foi de ces renseignements. Avant de donner suite à une recommandation, les investisseurs doivent déterminer si celle-ci convient à leur situation particulière et, au besoin, obtenir un avis professionnel. Le rendement passé n'est pas une indication des résultats futurs. Les commentaires contenus dans la présente sont de nature générale et ne sauraient constituer ou être réputés constituer des conseils juridiques ou fiscaux pour quiconque. En conséquence, les lecteurs sont invités à consulter leur propre conseiller fiscal ou juridique au sujet des conséquences fiscales dans leur situation particulière.

Patrimoine Richardson est une marque de commerce de James Richardson & Fils, Limitée utilisée sous licence.

Purpose Investments Inc.

Purpose Investments Inc. est une société de placements inscrite. Les placements dans des fonds d'investissement peuvent donner lieu à des commissions, des commissions de suivi et des frais et des dépenses de gestion. Veuillez lire le prospectus avant d'investir. Si les titres sont achetés ou vendus sur un marché boursier, vous pourriez payer plus ou recevoir moins que leur valeur liquidative courante. Les fonds communs de placement ne sont pas garantis, leur valeur est appelée à fluctuer fréquemment et le rendement passé pourrait ou non être reproduit.

Déclarations prospectives

Les déclarations prospectives sont fondées sur les attentes, les estimations, les prévisions et les projections actuelles basées sur les convictions et les hypothèses de l'auteur. Ces déclarations comportent des risques et des incertitudes et rien ne garantit que le rendement ou les résultats futurs, les estimations ou les attentes se concrétiseront, et les résultats réels peuvent différer sensiblement de ceux qui sont exprimés, sous-entendus ou envisagés dans les déclarations prospectives. Les opinions, estimations et autres renseignements contenus dans ce rapport reflètent le point de vue de l'auteur à la date du rapport et sont sujets à changement sans préavis. Ni Purpose Investments ni Patrimoine Richardson ne garantissent l'exhaustivité ou l'exactitude de ces renseignements, et les lecteurs ne devraient pas prendre de décision sur la foi de ces renseignements. Avant de donner suite à une recommandation, les investisseurs doivent déterminer si celle-ci convient à leur situation particulière et, au besoin, obtenir un avis professionnel. Le rendement passé n'est pas une indication des résultats futurs. Ces déclarations comportent des risques et des incertitudes et rien ne garantit que le rendement ou les résultats futurs, les estimations ou les attentes se concrétiseront, et les résultats réels peuvent différer sensiblement de ceux qui sont exprimés, sous-entendus ou envisagés dans les déclarations prospectives. La société ne s'engage aucunement à mettre à jour ou à réviser de tels énoncés prospectifs à la lumière de nouvelles données, d'événements futurs ou de tout autre facteur qui pourrait influencer sur ces renseignements et décline toute responsabilité à cet égard, sauf si la loi l'exige.

Avant de donner suite à une recommandation, les investisseurs doivent déterminer si celle-ci convient à leur situation particulière et, au besoin, obtenir un avis professionnel.

Bien que les renseignements contenus dans ce document aient été obtenus de sources considérées fiables, nous ne pouvons en garantir l'exactitude et l'exhaustivité. Ce rapport n'est pas une publication ou un rapport de recherche officiel de Patrimoine Richardson ou de Purpose Investments et ne doit en aucun cas servir à des fins de sollicitation dans tout territoire.

Ce document ne doit pas être diffusé dans le public. Il est fourni à titre d'information seulement et il ne doit pas être considéré comme une offre de valeurs mobilières ni comme une sollicitation d'achat, une offre de vente ou une recommandation visant un titre.

Patrimoine Richardson Limitée, membre du Fonds canadien de protection des épargnants.

Patrimoine Richardson est une marque de commerce de James Richardson & Fils, Limitée utilisée sous licence.