

Stratégie des investisseurs

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

Rapport de mi-parcours : récapitulatif et plan de match

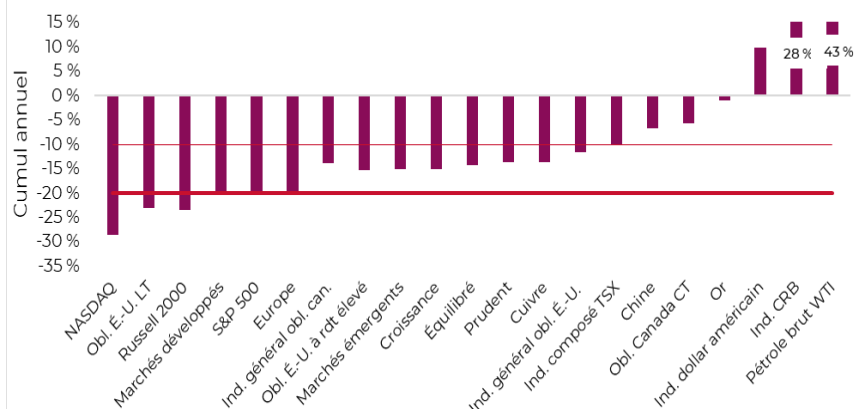
Sommaire

1. Revue du marché – juin
2. Rapport de mi-parcours – anatomie d'un marché baissier
3. Cycle du marché : les récompenses et les risques
4. Structure du portefeuille

Si l'année que traversent les investisseurs était comparée à une partie de football, l'équipe se ferait vertement semoncer par l'entraîneur. Les marchés sont assiégés, les investisseurs en général sont à la peine et il n'y a aucun endroit où se réfugier. Les règles traditionnelles de diversification entre les secteurs, les catégories d'actif et les régions géographiques ne nous ont été pratiquement d'aucun secours jusqu'ici cette année.

Examinons les choses de plus près en revenant en arrière afin d'essayer de cerner les meilleures stratégies pour la deuxième moitié de l'année et de renverser la vapeur afin de transformer la défaite annoncée en victoire.

Nulle part où se réfugier en 2022



Source : Bloomberg, les portefeuilles prudent/équilibré/croissance sont des FNB modèles d'un important gestionnaire d'actif.

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.

Revue du mois de juin – Aïe!

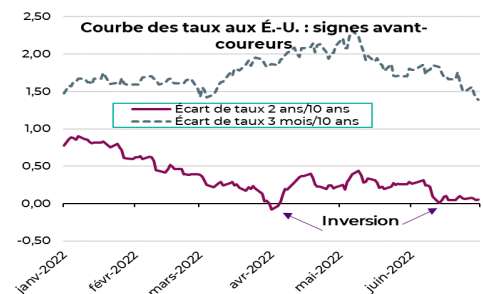
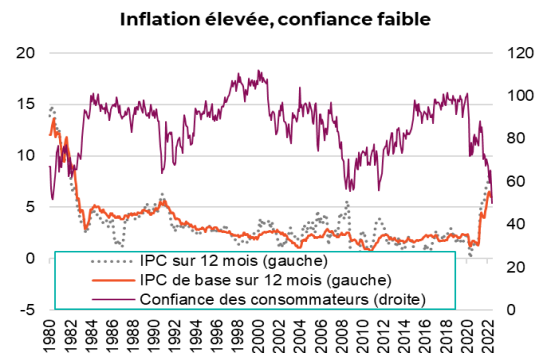
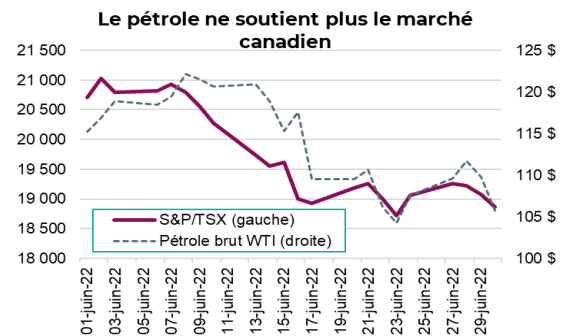
Le mois de juin n'a pas donné beaucoup de répit, mettant le point final à un premier semestre passablement difficile. Le resserrement musclé des banques centrales et les inquiétudes causées par l'inflation ont continué de tirer les marchés boursiers et obligataires vers le bas. Les actions nord-américaines, qui avaient touché des sommets records il y a quelques mois, ont enregistré leur plus longue séquence baissière depuis des décennies. Les tensions géopolitiques se sont ajoutées aux inquiétudes à l'égard des perspectives mondiales, incitant de nombreux investisseurs à rester à l'écart.

Le mois de juin a clos le pire premier semestre du **S&P 500** depuis 1970, avec un repli de 8,25 % sur le mois et de 19,96 % depuis le début de l'année. Les reculs ont été un peu moins prononcés en dollars canadiens, soit 6,52 % et 18,56 % respectivement, grâce à l'effritement du huard. Les placements axés sur la croissance ont continué de pâtir, les secteurs de la technologie, des services de communication et de la consommation discrétionnaire ayant tous inscrit des pertes. À cet égard, les résultats du **NASDAQ**, qui a régressé de 8,65 % durant le mois et de 29,22 % depuis le début de l'année, sont particulièrement éloquentes.

Les prix du pétrole, qui ont eu un effet net positif sur le marché canadien jusqu'ici cette année, ont enregistré une première baisse mensuelle depuis novembre, ce qui a contribué à faire reculer davantage l'indice composé **S&P/TSX**, qui a retraité de 8,71 % en juin et de 9,87 % depuis le début de l'année. Les investisseurs qui ont peu d'appétit pour le risque n'ont pas été épargnés, l'avantage qu'offrent habituellement les obligations sur le plan de la diversification ne s'étant pas matérialisé encore une fois. Les banques centrales continuent de durcir le ton, la Banque du Canada (BdC) ayant relevé les taux d'intérêt de 50 pb plus tôt ce mois-ci pour porter son taux à un jour à 1,50 %. La Fed a quant à elle surpris le marché en juin en haussant les taux de 75 pb, la plus forte augmentation depuis 1994, qui a fait passer le taux à un jour aux États-Unis à 1,58 %. Dans un contexte de hausse des taux, l'indice général des obligations canadiennes a fléchi de 2,18 % en juin et l'indice général des obligations américaines a perdu 1,57 %.

Les données économiques publiées ce mois-ci montrent que le PIB américain s'est contracté de 1,6 % au premier trimestre, la première contraction de l'économie depuis la pandémie. Ce qui est plus préoccupant encore que le résultat officiel, c'est que la consommation personnelle a été fortement révisée à la baisse de 3,1 % à 1,8 %, alors que les dépenses de consommation ralentissent. Et ce qui n'est pas pour améliorer les choses, l'inflation aux États-Unis perdure et la confiance des consommateurs est à son plus bas depuis la création de l'indice en 1978. Dans la morosité ambiante, la courbe des taux des obligations américaines à 2/10 ans s'est inversée pour une deuxième fois (même s'il s'agissait de fluctuations intrajournalières). Chez nous, stimulé par la flambée des prix de l'énergie, le taux d'inflation a atteint 7,7 % en mai, son niveau le plus élevé depuis janvier 1983. Le marché de l'emploi restreint et les pressions salariales soulèvent de nombreux doutes quant à la possibilité d'une baisse prochaine de l'inflation. L'augmentation des

	juin-2022	T2-2022	CA
S&P/TSX RT	-8,7%	-13,2%	-9,9%
S&P 500 RT	-8,3%	-16,1%	-20,0%
Nasdaq	-8,7%	-22,4%	-29,5%
Europe	-8,8%	-11,5%	-19,6%
Japon	-3,3%	-5,1%	-8,3%
Chine	6,7%	4,5%	-6,6%
Obl. can.	-2,2%	-5,6%	-12,2%
Obl. É.-U.	-1,6%	-4,7%	-10,3%



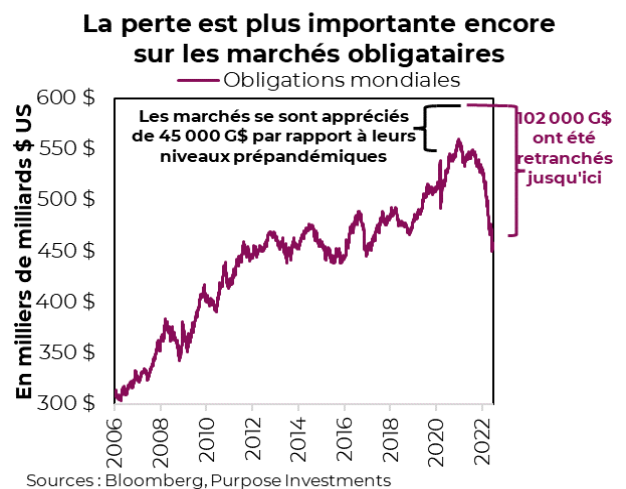
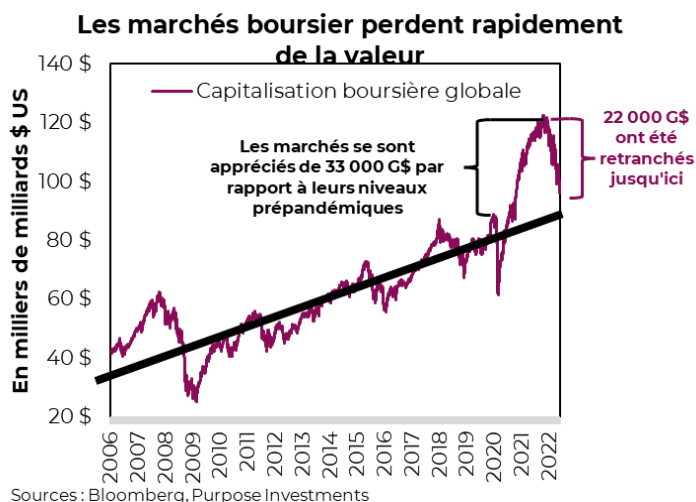
taux s'est aussi répercutée sur le marché de l'habitation au Canada, où les volumes des transactions et les prix diminuent en raison des coûts d'emprunt plus élevés.

Même l'Europe où les taux n'ont pas augmenté depuis 2011 se prépare à donner un premier tour de vis. La BCE a fait savoir qu'elle relèverait son taux directeur de 0,25 % en juillet et que d'autres hausses étaient prévues plus tard cette année. Elle compte également mettre fin à son programme d'achat d'obligations, alors que l'inflation a bondi à 8,6 % en juin, bien au-dessus de sa cible.

Voilà pour le mois de juin, mais comme nous sommes déjà rendus à mi-parcours, un retour en arrière s'impose pour mieux comprendre où nous en sommes.

Rapport de mi-parcours : rétrospective

On ne saurait exagérer l'importance du patrimoine qui s'est volatilisé. Après avoir ajouté une valeur de 33 000 G\$ par rapport aux niveaux pré-pandémiques, les actions ont rendu la plupart de leurs gains. Une reprise d'une telle ampleur en moins de deux ans n'avait jamais été égalée dans l'histoire. Certains marchés ont avancé plus vite que d'autres; par exemple, le NASDAQ a enregistré les mêmes gains entre 1999 et 2000 que le S&P 500 entre le 23 mars 2020 et la fin de 2021. Néanmoins, la capitalisation boursière globale ajoutée était sans commune mesure, et tout ce qui avait un prix a été emporté par la vague. Il a fallu plus d'une décennie aux marchés entre la récession de 2008 et 2020 pour amasser une telle valeur. Or, contre toute attente, les actions ont rendu les deux tiers de ces gains en à peine six mois. Ce qui est encore plus étonnant, c'est que les titres de créance ont aussi reculé. Les marchés obligataires mondiaux qui sont beaucoup plus imposants que les marchés boursiers en termes d'actifs, ont atteint une valeur de 550 000 G\$. Cependant, avec la hausse des taux et maintenant l'élargissement des écarts de taux, cette valeur a fondu de 102 000 G\$. Si on fait le total, le patrimoine mondial a été amputé de 140 000 G\$ cette année.



Pourquoi c'est arrivé?

Les raisons sont multiples. Les banques centrales et les gouvernements ont abandonné leurs politiques expansionnistes au profit de mesures plus restrictives. Les mesures de soutien pour lutter contre la pandémie n'étant plus nécessaires, l'attention s'est reportée sur la lutte contre l'inflation, qui s'est accélérée partout dans le monde. A posteriori, il devient évident que l'erreur stratégique s'est produite durant la phase d'assouplissement : trop de stimulation et des dépenses qui ont duré trop longtemps, alors que ce n'était plus nécessaire.

Globalement, les gens ont réorienté leurs dépenses en biens vers les services. Ce genre de mouvement de masse est très néfaste pour l'économie et augmente l'incertitude, comme nous l'avons maintes fois mentionné dans nos

précédentes publications. À cela est venue s'ajouter la guerre en Ukraine. De plus, le ralentissement de la croissance économique mondiale et le risque accru de récession pèsent maintenant sur les actifs.

Il ne faut cependant pas oublier que les prix des actifs – actions, obligations et biens immobiliers – étaient très élevés au début de l’année. Or, le changement de direction d’un grand nombre d’éléments a provoqué une réévaluation massive des actifs. Les actions mondiales se négociaient à environ 20 fois les bénéfices le 1^{er} janvier, soit nettement au-dessus de la moyenne à long terme autour de 15. Pendant ce temps, les obligations mondiales affichaient un taux de 1,3 %, soit un niveau exceptionnellement bas, en plus des milliards de dollars d’obligations qui se négociaient à des taux négatifs. Six mois plus tard, les actions mondiales affichent des pertes de 18 % et les obligations mondiales, des pertes de 14 %. Les valorisations dans les deux cas se situent sous les moyennes historiques. Les valorisations boursières ont chuté à 15,7 fois les bénéfices et les taux obligataires ont grimpé à 3,0 %.

Ce que nous avons prédit

Retournons à notre bulletin *Stratégie des investisseurs* de janvier 2022 et assumons la responsabilité des décisions que nous avons prises à ce moment-là.

Répartition du portefeuille à la fin de 2021

Actions	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Titres à revenu fixe	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Liquidités	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Canada	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
É.-U.	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
International	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Valeur vs croissance	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Petite cap. vs grande cap.	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Total	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Duration	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Obl. de sociétés	-	-	-	-	-	-
\$CA CT (3 mois)	-	-	-	-	-	-
\$CA LT (1 an)	-	-	-	-	-	-
Répartition globale	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Croissance	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Sources de diversification	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Obl. de sociétés non trad.	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Actifs réels	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%

Même si nous savions tous que ce serait une année difficile compte tenu du possible retour à la moyenne après les résultats exceptionnels de 2021, l’ampleur du repli des cours des actions, à l’unisson, nous a surpris. Nos perspectives pour 2022 estimaient que le cycle économique était toujours solide, malgré la surenchère. Même si nous avons vu juste en privilégiant les titres de valeur et les durations courtes, le soulagement est bien mince. En effet, les pertes absolues ne font pas moins mal parce que notre analyse était relativement bonne.

Revenons maintenant au marché baissier que nous traversons en ce moment et voyons comment les choses pourraient évoluer.

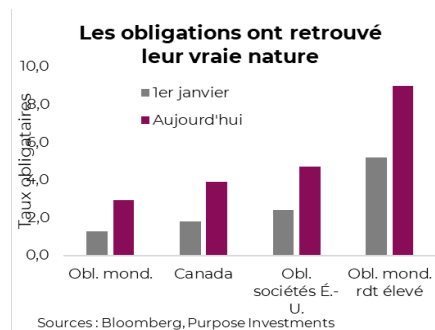
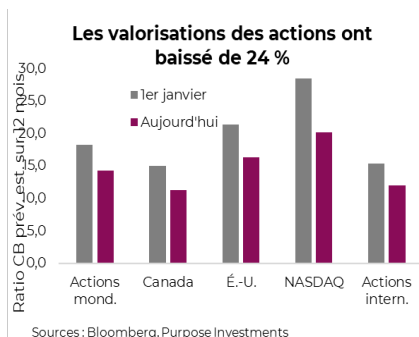
Les trois phases d’un marché baissier

Oui, nous l’avions prédit : le « marché baissier » est commencé – qu’on se colle à la définition technique d’un cours de clôture en baisse de 20 % ou qu’on se contente du fait que la plupart des marchés boursiers mondiaux sont bradés et réévalués à des niveaux plus compatibles avec l’augmentation des taux d’intérêt. Même si nous nous réjouissons de la performance supérieure du Canada, après le mois de juin, nous ne pouvons plus nous

vanter d’être encore en territoire positif. Maintenant que nous avons basculé dans un marché baissier, il est important d’analyser la nature du repli pour mieux nous positionner pour l’avenir.

Phase 1 – Réévaluation

La valorisation d’un actif, quel qu’il soit, est basée sur ses flux de trésorerie ou ses bénéfices futurs prévus, actualisés en dollars d’aujourd’hui. Le taux d’actualisation dépend du taux sans risque, plus une prime pour l’incertitude future de ces flux de trésorerie. Dans le cas des obligations, cette prime tend à être



Sources : Bloomberg, Purpose Investments

Sources : Bloomberg, Purpose Investments

plus modeste, mais elle augmente avec le risque de défaillance. Dans le cas des actions, qui profitent d'un potentiel de gain si les résultats dépassent les attentes, la prime est beaucoup plus élevée puisque l'incertitude future est plus grande. Si une récession se dessine, le taux d'actualisation augmente considérablement, ce qui a des répercussions négatives dans les deux cas.

En ce moment, le taux sans risque change rapidement, alors que les banques centrales s'engagent dans un cycle de resserrement afin de combattre l'inflation. Quel taux faut-il utiliser : 1,5 %, 2,5 %, 4 % ? À terme, cela dépendra de la trajectoire de l'inflation. Mais comme le risque de récession augmente, devrions-nous réduire notre estimation du taux sans risque ? Difficile à dire. En simplifiant, le taux d'actualisation n'avait pas augmenté aussi rapidement depuis des générations, en raison de l'accélération abrupte de l'inflation et de la grande incertitude entourant les prochains trimestres.

Pourquoi les valorisations ont diminué autant ? En moyenne, le ratio cours-bénéfice a globalement chuté d'environ 25 %. C'est un recul appréciable, qui ramène par exemple le S&P 500 dans une fourchette qui susciterait même l'intérêt des adeptes du ratio C/B corrigé des variations saisonnières de Shiller. Nous n'y voyons pas pour autant un signal d'achat clair, en particulier si l'on considère que les bénéfices risquent d'être revus à la baisse (voir la prochaine phase). Selon nous, les valorisations ont été abaissées pour deux principales raisons : les taux d'intérêt et les prévisions de révision à la baisse des bénéfices. Au moins les excès du marché boursier ont été éliminés. Ce qu'il faut maintenant se demander, c'est si les valorisations vont s'arrêter là ou si une surcorrection risque de les faire baisser encore davantage.

Les obligations n'y échappent pas

Les taux étaient ridiculement bas durant l'incertitude causée par la pandémie. Toutefois, ils avaient déjà commencé à monter en 2020 après l'important choc économique. Ils ont simplement accéléré la cadence en 2022, si bien que le marché obligataire est en recul depuis maintenant deux ans. Les taux ne sont plus ridiculement bas, ni même bas ; ils sont redevenus normaux, voire même alléchants.

Au terme de cette réévaluation, le marché obligataire pourrait être la catégorie d'actif la plus attrayante. Mais la question est vraiment de savoir laquelle de ces deux menaces est la plus imminente et risque de s'incruster le plus longtemps : **l'inflation ou la récession** ? Si l'inflation persiste, les obligations restent vulnérables. Par contre, en cas de récession, les obligations devraient surpasser les actions. La bonne nouvelle, c'est qu'en date d'aujourd'hui, les valorisations dans les deux catégories d'actif sont nettement améliorées, ce qui augmente les rendements futurs attendus même dans un monde incertain.

À notre avis, la réévaluation est en bonne partie terminée... restent les révisions.

Phase 2 – Révisions

Que cela s'explique par le cycle naturel ou le resserrement des conditions financières, les consommateurs sont revenus à leurs comportements d'avant la pandémie. Le niveau de confiance est au plus bas en raison de la chute des marchés et de l'inflation, et les prix élevés de l'énergie n'aident pas.

Plusieurs signaux pointent vers un ralentissement de l'activité économique mondiale. Le prix du cuivre s'effrite rapidement. L'activité immobilière au Canada et aux États-Unis a commencé à ralentir sensiblement, en bonne partie en raison de l'augmentation des coûts d'emprunt. Cela commence à se répercuter sur les prix, et l'indice des constructeurs d'habitations a dégringolé de 34 % depuis le début de l'année.

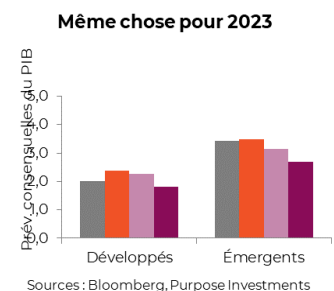
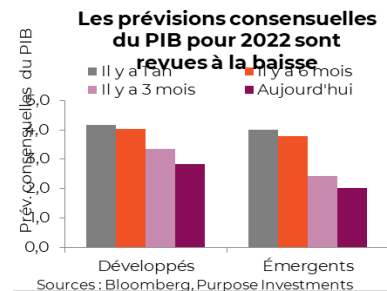
Comme le rapportait l'enquête du mois de juin de Credit Suisse auprès des courtiers immobiliers : « *Le rajustement vers des taux plus élevés semble plus rapide qu'aux cycles précédents à en juger par les changements plus abrupts dans l'achalandage, et nous voyons déjà un effet sur les prix.* »

L'activité manufacturière, selon les enquêtes PMI, ralentit après avoir tourné à plein régime pour rattraper les retards accumulés et atténuer les nombreuses pénuries. Entre-temps, les indicateurs avancés reculent et les données faiblissent. Il ne faut pas oublier que l'économie américaine s'est contractée au premier trimestre et, selon l'indice [GDP](#)

Now de la Fed d'Atlanta (qui mesure l'évolution de l'économie presque en temps réel), le deuxième trimestre s'annonce négatif également. Si la croissance est inférieure à zéro au deuxième trimestre comme semble l'indiquer l'indice, l'économie américaine serait techniquement en récession : deux trimestres de croissance négative du PIB d'affilée. Même si l'économie ralentit, il est encore trop tôt pour dire si elle se dirige vers une contraction.

Ne vous y trompez pas : les prévisions du PIB sont bien revues à la baisse. Les prévisions consensuelles de croissance pour 2022 tendent à diminuer, et encore plus dans les économies émergentes en raison des événements en cours en Europe de l'Est. Cette tendance devrait se poursuivre durant la deuxième partie de 2022.

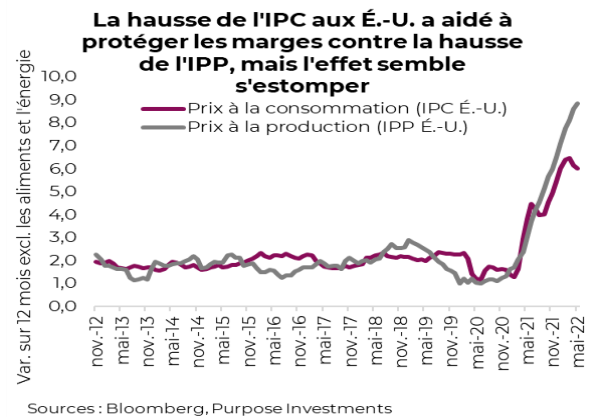
La bonne nouvelle, c'est que peu de participants au marché surveillent les prévisions économiques, peut-être en raison de leur succès inégal à prévoir les points d'inflexion. Les investisseurs s'intéressent aux bénéfices des entreprises, qui pourraient aussi être révisés à la baisse.



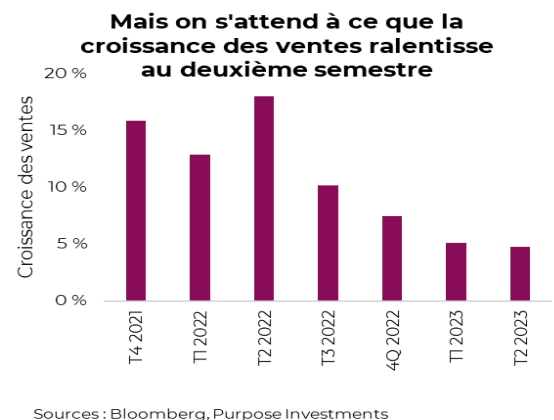
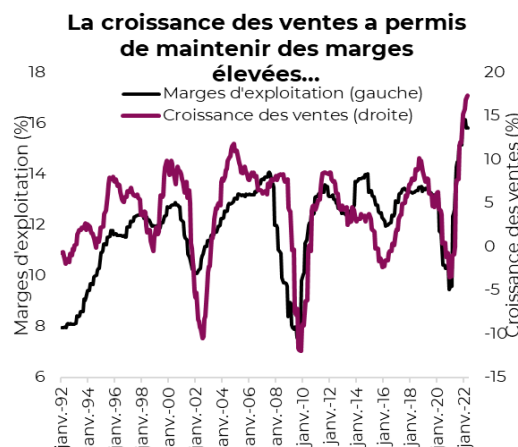
Les marges continuent d'augmenter

Commençons par examiner les marges, où notre interprétation était erronée. Nous pensons que les pressions sur les coûts entraîneraient un resserrement des marges vers la fin de 2021. De toute évidence, les coûts des entreprises augmentent : frais de livraison, salaires en raison de l'étroitesse du marché de l'emploi, prix des produits de base, etc. Toutefois, nous avons sous-estimé la capacité des entreprises de refilez rapidement la note en haussant leurs prix, ce qui n'est pas passé inaperçu chez les consommateurs, même s'ils parviennent encore à payer. Tout le monde a goûté à l'inflation à sa façon, que ce soit lors d'une visite au restaurant ou au moment de réserver ses vacances.

Même si le rythme de l'augmentation des prix à la consommation (IPC) a ralenti, les prix à la production (IPP) continuent d'augmenter. L'IPC s'essouffle enfin, alors que les mesures de lutte à l'inflation commencent à porter leurs fruits. La demande faiblit. Les coûts, selon notre indicateur IPP des produits finis, vont aussi finir par baisser, mais il s'agit d'un indicateur retardé. Entre-temps, les marges sont sous pression. C'est peut-être un peu plus préoccupant du fait que les marges sont à des niveaux records (pour aussi loin que remontent nos données). Ce qui est vital pour les marges, c'est la croissance des ventes, qu'elle soit alimentée par un plus grand nombre d'unités vendues ou par la montée des prix, ou les deux comme c'est devenu la norme ces dernières années. Le risque est



maintenant encore plus grand, puisque d'après les estimations consensuelles des analystes, la croissance des ventes devrait ralentir au deuxième semestre de 2022 et en 2023.



Le ralentissement de la croissance économique engendre un ralentissement de la croissance des ventes, qui à son tour comprime les marges. Que peut-on en conclure pour les prévisions de bénéfices? Qu'elles sont peut-être un peu trop optimistes. Selon les prévisions actuelles, les bénéfices d'exploitation du S&P 500 devraient croître en moyenne de 12,5 % au deuxième semestre de 2022 et durant la première moitié de 2023. **Nous pensons que les prévisions de bénéfices subiront des pressions dans les prochains mois et même dès la prochaine ronde des résultats. En effet, les prévisions sont simplement trop élevées, et il faut s'attendre à des révisions à la baisse.**

Phase 3 – Reprise

Les phases 1 et 2 dépeignent un portrait assez sombre, mais il ne faut pas oublier jusqu'où les marchés sont déjà descendus. Est-ce que ces prévisions seraient déjà en bonne partie escomptées? Sans doute, mais peut-être pas entièrement. N'oubliez pas que pour l'essentiel, c'était prévisible. Les marchés se sont emballés, l'inflation est devenue hors de contrôle, et maintenant les banques centrales mondiales resserrent les conditions pour ralentir la croissance économique et mater l'inflation. Ce à quoi nous assistons – rumeur de récession, réaction négative des marchés – c'est précisément ce qui devait arriver.

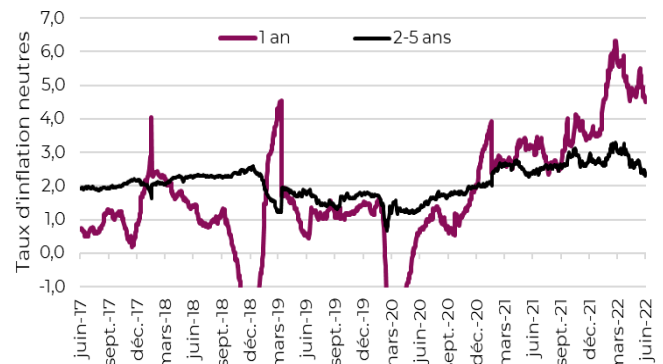
À mesure que les données économiques reculent, cela se reflétera sur les chiffres d'inflation. Le marché obligataire en est bien conscient et les taux d'inflation neutres, le paramètre utilisé par le marché pour mesurer l'inflation, ont commencé à baisser. Le niveau d'inflation escompté par le marché obligataire dans une fourchette de 2 à 5 ans est revenu aux niveaux du début de 2021.

Nous ne prétendons pas que le risque d'inflation a disparu; la direction que prendront les loyers et les salaires reste très incertaine et il est possible qu'ils s'accélèrent. Même si l'inflation régresse, elle ne reviendra probablement pas aux niveaux d'avant la pandémie auxquels les marchés s'étaient habitués. Le risque d'inflation commence à diminuer cependant, et c'est une bonne nouvelle.

Si l'inflation diminue progressivement dans la deuxième moitié de 2022, ce sera en partie parce que la croissance économique s'essouffle. Les banques centrales auront alors la possibilité de ralentir ou d'interrompre leurs hausses de taux. Cette réalité a déjà commencé à apparaître sur le marché des contrats à terme sur les fonds fédéraux. Les contrats à terme anticipent que la Réserve fédérale américaine fera passer le taux actuel de 1,5 % à 3,5 % au premier trimestre de 2023, pour ensuite le ramener à 2,75 % vers la fin de 2023.

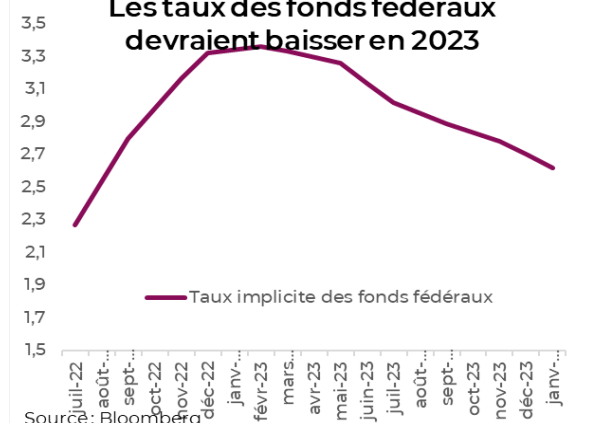
Peu importe la trajectoire, dès que les pressions inflationnistes s'apaiseront, les conditions financières devraient aussi commencer à s'assouplir. La grande question durant la deuxième moitié de l'année sera de savoir si une récession pourra être évitée dans l'intervalle.

Les taux d'inflation neutres à long terme tendent à diminuer plutôt rapidement



Sources : Bloomberg, Purpose Investments

Les taux des fonds fédéraux devraient baisser en 2023



Source : Bloomberg

Cycle du marché : les récompenses et les risques

Même si nous pensons que la deuxième moitié de 2022 nous accordera un peu de répit par rapport à la première, les conditions devraient rester volatiles. Voici trois principaux éléments qui pourraient surprendre le marché :

- **Un été agité** – Les prix des aliments et de l'énergie sont très élevés, et encore plus si votre monnaie n'est pas le dollar américain. Au fil de l'été, cela pourrait causer de l'agitation politique dans certains pays en développement où les aliments et l'énergie représentent une grande partie du panier du consommateur.
- **Salaires et loyers** – La direction des salaires et des loyers au cours des prochains trimestres sera largement influencée par l'inflation. Les salaires, qui ont un impact sur les catégories des services de l'IPC, ont augmenté. Même si des signes montrent que l'emploi ralentit, les pressions sur les salaires et les loyers restent une menace. La composante du loyer de l'IPC suit souvent les prix des maisons avec un délai d'une année ou deux. Comme les prix des maisons étaient en hausse jusqu'à il y a quelques mois, cette composante pourrait continuer d'augmenter, ce qui fera augmenter à son tour l'IPC global.
- **Récession** – Nul doute que c'est le plus GROS enjeu. Les marchés continuent de soupeser le risque entre l'inflation et la récession. Selon nous, en deuxième moitié d'année, la rumeur de récession s'intensifiera. Prenons le temps d'examiner cet enjeu de plus près.

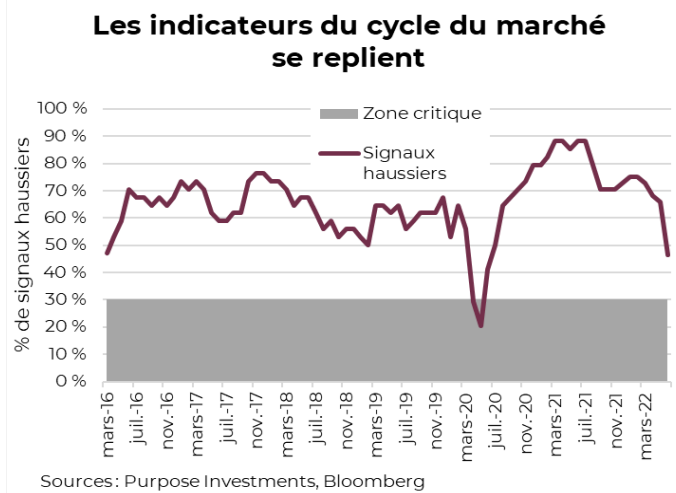
Atterrissage brutal ou récession?

Dans le passé, les dirigeants des banques centrales n'ont pas eu beaucoup de succès dans leurs tentatives pour orchestrer un « atterrissage en douceur » lorsque cela s'y prêtait – et le moment ne saurait mieux s'y prêter. L'économie mondiale a crû de 5,8 % en 2021, ce qui dépasse largement la tendance. L'inflation est devenue un problème important, comme les problèmes liés à la chaîne d'approvisionnement et la pénurie de main-d'œuvre. La piste d'atterrissage a une longueur de 2 km et nous sommes toujours à 3 000 mètres d'altitude avec un important vent contraire. Au mieux nous pouvons espérer un atterrissage brutal, au pire une récession.

Le moment de la prochaine récession reste très incertain. Selon le vieil adage : une récession survient quand votre voisin perd son emploi et une dépression, lorsque vous perdez le vôtre. En ce moment, presque tout le monde a un emploi et seuls les prix de l'essence nous font rager. Les affichages de postes restent nombreux et le travailleur dispose toujours d'un important pouvoir de négociation. Cela dit, on commence à entendre davantage parler de congédiements que d'embauches massives.

Outre l'emploi, le rythme de l'économie ralentit de façon évidente. Les indicateurs du cycle du marché, qui tiennent compte des taux, de l'activité économique, du niveau de confiance et des indicateurs précurseurs fondamentaux, ont baissé rapidement. Ils restent au-dessus de la zone critique, mais l'écart se resserre.

Cela dit, le consommateur américain, qui compte pour environ 20 % de l'économie mondiale se porte très bien. La Chine et d'autres parties de l'Asie, qui ont imposé des confinements plus stricts en raison de la moins grande efficacité de leurs vaccins contre la COVID-19 et de la plus grande densité de leur population, redémarrent enfin. En Amérique du Nord et en Europe, le déconfinement avait mené à l'un des rebonds économiques les plus marqués depuis des années.



Construction du portefeuille

Sans surprise, un pareil bouleversement dans les prix des actifs – des actions aux obligations – dans la trajectoire de l'économie et dans le niveau de confiance a amené Patrimoine Richardson à remanier considérablement la composition de son portefeuille pour mieux se positionner pour le deuxième semestre. Dans le tableau « Pondérations du portefeuille » ci-dessous, un carré plein reflète notre positionnement au deuxième semestre et un carré hachuré, notre positionnement antérieur.

Répartition générale de l'actif

La surpondération des actions a de toute évidence été une erreur jusqu'ici, mais compte tenu du niveau des valorisations et du recul du marché depuis le début de l'année, nous sommes plus à l'aise avec cette décision pour la suite des choses. Comme les taux obligataires ont augmenté considérablement cette année, nous avons relevé la pondération des obligations à un niveau de pondération neutre. Les taux des obligations d'État et de première qualité sont devenus beaucoup plus attrayants. L'inflation représente toujours un risque, mais comme les craintes de récession s'accroissent, une pondération plus neutre nous semble prudente dans le contexte actuel. La surpondération des placements non traditionnels, qui a aidé à protéger la valeur jusqu'ici cette année, a été réduite. Il est devenu plus facile de trouver du rendement parmi les sources traditionnelles, et avec le déclin du marché, la diversification n'est plus aussi essentielle.

Actions

Nos recommandations ont beaucoup changé pour les actions. Nous réduisons la proportion de placements canadiens, qui ont relativement bien fait cette année, en raison du risque de récession accru. Nous faisons plus de place aux actions américaines qui offrent un meilleur équilibre risque-rendement maintenant que les cours ont baissé de 20 % en cumul annuel. Nous continuons de surpondérer les actions internationales en raison de nos perspectives améliorées pour l'Asie et de la valeur relativement élevée du dollar canadien par rapport au yen et à l'euro. Nous avons toujours une nette préférence pour les marchés développés et nous tendons à éviter les marchés émergents. Les conditions financières se resserrent et nous appréhendons une certaine instabilité politique et de l'agitation sociale dans les économies en développement où les prix de l'énergie et des aliments sont élevés.

Nous examinons ci-dessous les différentes catégories d'actions de plus près :

Moins d'appétit pour le Canada – Le Canada a connu une bonne séquence, mais avec le spectre d'une récession qui se profile à l'horizon, nous craignons que l'économie canadienne soit plus vulnérable à un ralentissement de l'activité et aux taux plus élevés comparativement aux États-Unis.

Nos préoccupations s'expliquent principalement par l'endettement excessif au sein du système financier. L'économie canadienne est beaucoup plus sensible aux taux que l'économie américaine en raison de son marché de l'habitation surchauffé et de l'endettement élevé des ménages. En raison de cette dette élevée, il est fort possible que la prochaine récession soit plus marquée au Canada qu'aux États-Unis, soit l'inverse de ce qui s'était produit en 2008.

Nous sommes partagés sur la question de l'énergie – le manque d'investissements au cours des dix dernières années et certaines politiques énergétiques désolantes à l'échelle mondiale nous font croire que les sociétés du secteur de l'énergie pourraient bien faire, malgré le ralentissement mondial. Toutefois, ce secteur est on ne peut plus cyclique, ce qui pourrait être une anomalie si les craintes de récession devaient s'accroître. La volatilité reste élevée et il est important de mentionner que le secteur a déjà chuté de 20 % par rapport à son sommet du mois de mai. Le meilleur moment pour acheter des produits de base, c'est quand personne ne parle d'inflation, pas quand l'inflation atteint des

Pondérations du port. au 2e semestre

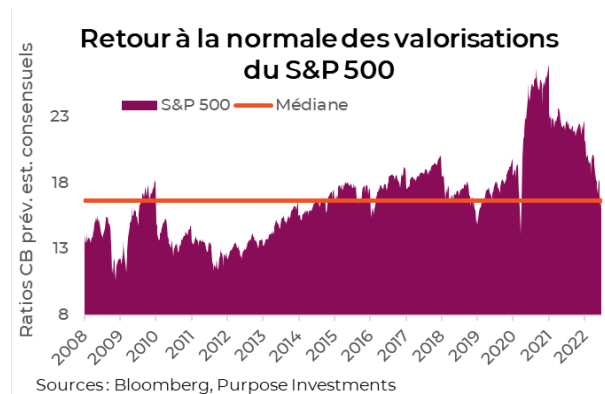
Répartition globale de l'actif	-				+
Actions					
Obligations					
Placements non traditionnels					
Actions	-				+
Canada					
É.-U.					
International					
Développés vs émergents					
Valeur vs croissance					
Petit cap. vs grande cap.					
Gestion active vs passive					
Obligations	-				+
Liquidités					
Duration					
Obl. de sociétés					
Placements non traditionnels	-				+
Croissance					
Sources de diversification					
Obl. de sociétés non traditionnelles					
Actifs réels					
Monnaies	-				+
\$CA CT (3 mois)					
\$CA LT (1 an)					

records de plusieurs décennies. Si on applique la même logique au Canada dans son ensemble, ce n'est pas le moment idéal pour surpondérer un indice largement exposé aux produits de base et au secteur de l'habitation.

Compte tenu des risques, notre surpondération du Canada a été ramenée à une pondération neutre. Les facteurs positifs pour le Canada, pour lesquels nous sommes idéalement positionnés, incluent la sécurité énergétique et alimentaire, ainsi qu'une stabilité politique relative. Cela explique la grande fermeté du dollar canadien jusqu'ici cette année par rapport aux autres monnaies, à l'exception du dollar américain. Le TSX se négocie aussi à des niveaux de valorisation attrayants, le ratio C/B prévisionnel mixte à 12 mois étant à seulement 11,5. En soupesant chacun de ces éléments, une pondération neutre nous semble justifiée.

Retour à une pondération neutre aux États-Unis – Même si notre conviction n'est pas absolue en raison notamment du risque accru de récession et de la difficulté pour la Fed d'orchestrer un atterrissage en douceur, à notre avis des arguments penchent en faveur d'un changement modeste de notre pondération du marché américain.

Le S&P 500 vient tout juste de passer sous la médiane du ratio cours-bénéfice sur 15 ans de 17, ce qui rend les actions américaines plus intéressantes. Sans être bon marché, elles sont redescendues de leurs niveaux stratosphériques. Cette compression des valorisations a été importante et rapide, comme on pouvait s'y attendre avec la hausse du taux de l'obligation américaine à 10 ans de 0,6 % à 3,2 % en deux ans. Les marges seront menacées par l'inflation, mais nous n'avons jamais prétendu qu'investir ne comportait pas une part de risque. Tout cela justifie un modeste changement vers une pondération neutre, par contre il faudra que la compression des valorisations soit plus marquée pour justifier une surpondération.



En ce qui concerne la monnaie, après la récente remontée du dollar américain, la meilleure stratégie pour en profiter serait de couvrir l'exposition au dollar américain. La monnaie refuge a été propulsée dans un contexte d'aversion au risque. Mais en supposant que les actions américaines s'apprécient, le mouvement de désaffection pour les titres risqués pourrait s'effriter et alors le dollar pourrait chuter. Au Canada, les défis sont différents, notamment en raison de notre marché de l'habitation et des ratios d'endettement, mais la stratégie mise davantage sur un recul du dollar américain.

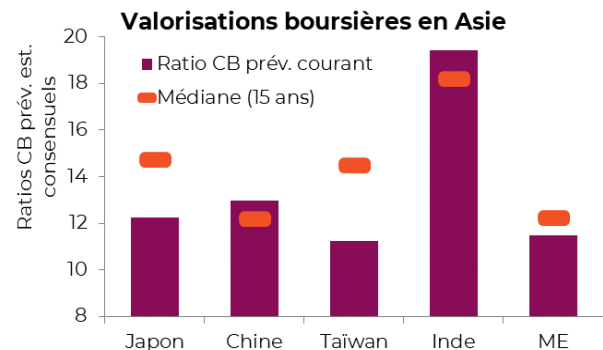
Dans l'ensemble, les flux de trésorerie à long terme du marché américain ont été pénalisés par la hausse des taux. La croissance aux États-Unis a reculé de 26 % jusqu'ici cette année, alors que la valeur s'est contractée de seulement 10 %. Mis à part une éventuelle récession, si l'inflation commence à s'essouffler et que la perception des investisseurs change, la croissance aux États-Unis pourrait être plus prononcée que pour les autres indices dans le monde.

Un moment décisif pour le Japon – Les marchés asiatiques sont de plus en plus intéressants. Les actions des marchés émergents semblent encore plus risquées en raison de la récession qui menace, du risque géopolitique associé aux prix élevés des aliments et de l'énergie et du resserrement des conditions financières mondiales. Habituellement, lorsqu'une récession frappe, il n'y a nulle part où aller. Bien que la Chine reste la plus grande économie (des marchés développés et en développement) de la région, le Japon demeure un joueur important à l'échelle mondiale et pourrait être la solution sur les marchés internationaux. La région de l'Asie-Pacifique va certainement profiter de la réouverture de la Chine. Par contre, la Chine représente toujours un risque important en raison des interventions politiques visant les sociétés publiques. À mesure que la Chine redémarre, la réaction du marché pourrait être plus rapide comparativement à d'autres pays de la région, mais le Japon pourrait justement offrir une option moins volatile à long terme.

Alors que la plupart des économies mondiales adoptent une politique plus musclée, le Japon maintient sa politique conciliante, malgré la dévaluation marquée du yen par rapport aux autres monnaies dans le monde. La Banque du Japon a maintenu son taux cible à court terme de -0,1 % et protège le taux à 10 ans qui se situe autour de 0 %, ce qui contraste avec la situation en Amérique du Nord, où on continue de relever les taux. Par conséquent, la faiblesse évidente du yen s'explique par les différentiels de taux d'intérêt qui se creusent entre le Japon et les autres économies. Nous ne parlons pas ici de petites variations. Depuis janvier 2021, le yen a chuté de 30 % par rapport au dollar américain et au huard. De nombreux observateurs estiment que la Banque du Japon devra abandonner le taux plafond de 0,25 % sur son obligation de référence et le laisser augmenter pour soutenir le yen. Si elle le fait, il y a de bonnes chances que cela profite aux investisseurs internationaux. Par contre, si le Japon maintient sa politique accommodante et que l'inflation continue de grimper, le yen pourrait encore baisser. À notre avis, un mouvement aussi rapide mérite une analyse plus poussée du potentiel pour les portefeuilles.

L'indice Nikkei du marché boursier japonais a enregistré un recul de 20 % comparable à celui du S&P 500, en dollars américains. Toutefois, c'est en bonne partie à cause de la monnaie, puisque l'indice a relativement bien fait, en yens. En même temps, la rentabilité du Japon continue de s'améliorer grâce à la politique économique de l'ex-premier ministre Shinzo Abe, qui a adopté une série de mesures pour augmenter la masse monétaire et les dépenses du gouvernement afin de rendre l'économie du Japon plus compétitive. Après une croissance intéressante des bénéfices, les valorisations offrent une occasion d'achat convaincante. De plus, compte tenu de la faiblesse du yen, les exportations japonaises sont de plus en plus compétitives. Ailleurs en Asie, l'écart entre le ratio C/B prévisionnel et la médiane sur 15 ans est attrayant, en particulier du fait que, comme mentionné, nous cherchons à sous-pondérer les marchés émergents devant la menace d'une récession.

Un autre avantage du Japon, c'est la composition de son indice. Certaines des tendances mondiales les plus prometteuses, comme la robotique, les véhicules électriques, les semiconducteurs et de nombreuses autres occasions d'innovation s'y retrouvent. Le premier ministre Kishida appuie l'innovation et souhaite assurer la prospérité du Japon à long terme. Bien que la faiblesse du yen attribuable à la politique accommodante soit un obstacle, elle favorise les exportations. Même un resserrement modeste pourrait aider à juguler l'inflation et à inverser la chute du yen. Autrement, le gouvernement se contentera peut-être de surmonter l'inflation et d'attendre qu'une récession mondiale oblige les autres pays à abaisser leurs taux, lui évitant ainsi d'avoir à renoncer à sa politique accommodante. Quoi qu'il en soit, l'activité récente de l'économie et du marché du Japon pourrait inciter les investisseurs à lui faire une place dans leurs portefeuilles.

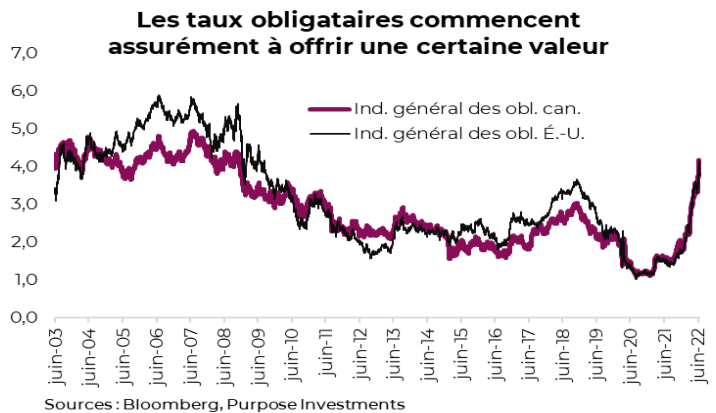


Sources: Bloomberg, Purpose Investments

Obligations

Après le pire délestage à survenir depuis des décennies, le bon côté c'est que les taux offerts sur le marché sont redevenus intéressants. Et pas besoin de se rabattre sur des titres de qualité inférieure pour trouver du rendement. Ceci, combiné à l'incertitude suscitée par une éventuelle récession, justifie de revenir à une pondération en obligations neutre.

La faible durée n'est plus non plus autant à privilégier pour les titres obligataires. Il était facile de recommander une faible durée lorsque les taux de l'obligation du gouvernement à 10 ans étaient inférieurs à 1 % et de compter sur les obligations de sociétés pour procurer une source de revenus. Maintenant, avec des taux à 10 ans qui dépassent 3 %, ces titres sont déjà attrayants en soi, et ils offriront un meilleur rendement que les obligations de sociétés si jamais la récession était plus rapide et plus marquée que prévu. Les bilans des entreprises sont solides, ce qui est une bonne nouvelle pour les obligations de sociétés. Par contre, de nombreuses sociétés ont augmenté considérablement leur levier financier pour traverser la pandémie. Or, dans un marché où il est facile de trouver du rendement pour différents niveaux de risque, le rendement excédentaire en vaut-il la peine? On recommande à tout le moins d'opter pour une gestion active afin d'éviter les défaillances potentielles.



Placements non traditionnels

Les placements non traditionnels ont certainement aidé durant la première moitié de l'année. Augmenter les sources de diversification et miser sur les actifs réels étaient assurément de bonnes stratégies. Pour la deuxième moitié de l'année, comme les obligations ont retrouvé leur vraie nature et que les actions devraient profiter d'un rebond à mesure que l'inflation s'atténue, nous jugeons moins pertinent de surpondérer les placements non traditionnels.

Pour cette catégorie, le seul changement a consisté à réduire la forte surpondération des actifs réels, qui restent néanmoins surpondérés. La forte surpondération était justifiée avant que l'inflation et les prix des produits de base grimpent. À mesure que l'inflation diminue, les actifs réels devraient suivre. Nous continuons quand même de les surpondérer, puisque les perspectives à long terme demeurent très attrayantes.

Actifs réels – toujours prometteurs, mais relativement moins attrayants. L'un des segments du marché qui a affiché une belle vitalité cette année est celui des actifs réels. L'énergie est le groupe qui a enregistré les meilleurs rendements et ce secteur continue d'offrir un bon potentiel. Ces dernières années, l'engouement pour les placements ESG a réduit l'afflux de capital vers les secteurs des ressources. La conséquence durable de ce phénomène, c'est qu'il n'y a pas de nouvelle offre d'énergie et de matériaux facilement accessible.

Tout le monde aspire à un avenir plus durable et plus vert, mais ce n'est pas si facile à faire et cela prendra du temps. Les investisseurs devraient miser sur le thème de la transition énergétique dans les prochaines années, une transition qui devra passer par le gaz naturel, l'énergie nucléaire et les énergies renouvelables. Les entreprises énergétiques qui ont survécu aux années où le WTI était à 20 \$ sont devenues extrêmement profitables avec des prix qui dépassent maintenant 100 \$. La différence cette fois par rapport aux autres cycles, c'est que les flux de trésorerie disponibles sont retournés aux actionnaires au lieu d'être gaspillés dans des acquisitions ou des projets d'expansion risqués. Les titres énergétiques continuent de bien se comporter et les braderies qu'ils subissent avec le reste du marché devraient être perçues comme des occasions d'achat.

Le produit de base qui a fait grincer des dents les investisseurs ces deux dernières années est l'or. Les modèles théoriques recommandent souvent d'ajouter une proportion de 5 % de métaux précieux à l'intérieur d'un portefeuille, cet

actif non corrélé offrant une protection contre l'inflation. Même si ces thématiques sont présentes en ce moment, l'or n'évolue pas comme on pourrait s'y attendre.

Il est possible que l'an dernier la demande d'or ait été redirigée vers d'autres secteurs comme les cryptomonnaies, mais cette tendance aurait dû s'inverser cette année. La principale cause de la piètre performance de l'or est probablement la fermeté du dollar américain. Dans un monde réfractaire au risque, les investisseurs mondiaux se tournent vers les obligations du Trésor américain pour protéger la valeur; du coup, le billet vert se raffermi au détriment du prix de l'or libellé en dollars américains. Les investisseurs dans des titres aurifères en Asie et en Europe vivent une expérience complètement différente, puisque ces placements ont fort bien fait dans la monnaie locale.

L'or a encore le temps de remonter toutefois, et il pourrait devenir l'une des catégories d'actif les plus performantes d'ici la fin de l'année. Pour que cela se produise, il faudra cependant que le dollar américain plafonne par rapport aux autres monnaies. Si l'inflation redescend autour de 5 % et que le FOMC adoucit le ton, le dollar américain pourrait se stabiliser et l'or pourrait remonter.

Conclusion

L'année 2022 a commencé par un marché baissier, et les menaces inflationniste et récessionniste sont toujours présentes. Même si nous ne sommes pas excessivement optimistes, compte tenu des déclin et des niveaux de valorisation actuels, la deuxième moitié de l'année s'annonce certainement meilleure que la première.

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

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.