

7 décembre 2022

Rapport spécial :

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

Patrimoine
RICHARDSON

Se préparer au prochain cycle haussier

Sommaire

Toute chose a une fin, même les marchés baissiers. Bien que personne ne sache quand ce marché baissier se terminera, nous préférons croire que nous sommes plus proches de la fin que du début, ce qui reste toutefois à confirmer. Certains marchés baissiers ont duré quelques mois, d'autres quelques années. Celui-ci pourrait se terminer quand l'inflation commencera à fléchir ou une fois que les données économiques se seront détériorées ou que les actions seront devenues tellement bon marché que les investisseurs ne pourront plus résister. Ou encore il prendra tout simplement fin, et un « consensus » ou une thèse sur la raison pour laquelle il a pris fin à ce moment-là émergera bien des mois plus tard. Il se pourrait même que le creux ait été atteint à la mi-octobre – les marchés ayant remonté de belle façon récemment.

| <u>Dernier cycle haussier (2009-2021)</u> | <u>Prochain cycle haussier (2022-??)</u> |
|---|--|
| Assouplissement quantitatif | Resserrement quantitatif |
| Déflation | Inflation |
| Taux bas | Taux normaux |
| Travail au bureau | Hybride |
| Titres de croissance | Titres de valeur |
| Mondialisation | Délocalisation régionale |
| Paix | Conflits |
| Grandes capitalisations | Petites capitalisations |
| Excès monétaires | Excès budgétaires |
| Emprunteurs | Prêteurs |

Source : Purpose Investments

Lorsque ce marché baissier prendra effectivement fin, un nouveau cycle haussier s'enclenchera, qui ne ressemblera pas beaucoup au dernier, puisque bien des choses ont changé. Le dernier cycle haussier, qui a été si généreux envers les investisseurs, a profité d'un rare soutien. La déflation et les taux bas ont permis aux banques centrales de stimuler l'économie et les marchés au moindre signe de vacillement. Les risques géopolitiques ont été faibles presque jusqu'à la fin. Les tendances à la mondialisation sont restées solides, l'amélioration constante de la logistique des chaînes d'approvisionnement favorisant l'impartition.

Sans prétendre que les choses seront différentes cette fois, la liste des changements dans l'économie, les marchés, la politique et les comportements est longue quand on compare la dernière décennie à la

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

<https://www.richardsonwealth.com/fr-ca/market-insights>

Inscrivez-vous ici si vous ne recevez pas déjà l'État du marché directement dans

Craig Basinger, CFA

Derek Benedet, CMT

Brett Gustafson

prochaine : assouplissement vs resserrement quantitatif; mondialisation vs isolationnisme; déflation vs inflation; travail au bureau vs hybride; titres de croissance vs de valeur; petites vs grandes capitalisations; excès monétaires vs excès budgétaires; emprunteurs vs prêteurs; taux bas vs « normaux »...

Tous ces changements auront un impact sur la construction de portefeuille. Les stratégies qui ont bien fonctionné dans des conditions de déflation et de faibles taux pourraient connaître moins de succès durant le prochain marché haussier si l'inflation et la croissance deviennent plus volatiles. Certaines stratégies qui n'ont pas donné de bons résultats au dernier cycle haussier pourraient en donner de meilleurs au prochain. Sans envisager un remaniement complet du portefeuille, certains changements semblent prudents pour ceux qui s'entendent sur le fait que le prochain cycle sera très différent.

Le moment où ces changements devront être apportés reste incertain, et comme nous ne pensons pas que le marché baissier soit terminé, de nombreuses idées et conclusions de ce rapport s'appliquent au prochain marché haussier. Malheureusement, ce n'est que longtemps après le fait qu'on saura quand le marché baissier a pris fin. Toutefois, comme nous sommes probablement plus proches du creux que du sommet, il nous semble approprié de commencer à nous positionner ou à prendre les dispositions qui s'imposent en prévision du prochain marché haussier.

Le rapport « Se préparer au prochain cycle haussier » analyse les cycles, examine les raisons pour lesquelles nous estimons que le cycle tire à sa fin et fournit des pistes de réflexion afin de se positionner pour le prochain cycle. Cet aperçu sera étoffé et mis à jour à mesure que le présent marché baissier progresse et mène inévitablement vers un nouveau cycle haussier.

Sommaire

- I. Cycles**
 - a. Chaque cycle est à la fois différent et similaire
 - b. Est-ce la fin du cycle?
 - II. Réflexions sur le prochain cycle**
 - a. Dernier cycle haussier
 - b. Prochain cycle haussier – économie, inflation et banques centrales
 - c. Prochain cycle haussier – taux et coût du capital
 - d. Prochain cycle haussier – actions
 - III. Conséquences pour la construction de portefeuille au prochain cycle**
 - a. Scénario standard – les points de départ sont importants
 - b. Analyse détaillée :
 - i. Répartition de l'actif – EPP moins restrictif, rendements plus faibles et plus volatils : privilégier une gestion tactique
 - ii. Simplification
 - iii. Actions – qu'est-ce qu'un bilan déjà?
 - iv. Valeur vs croissance
 - v. Banques et prêteurs
 - vi. Pondérations factorielles réduites/égales
 - vii. Monnaie – pas le \$ US
 - viii. Régions – la diversification revient à la mode
-

I. Cycles

a. Chaque cycle est à la fois différent et similaire

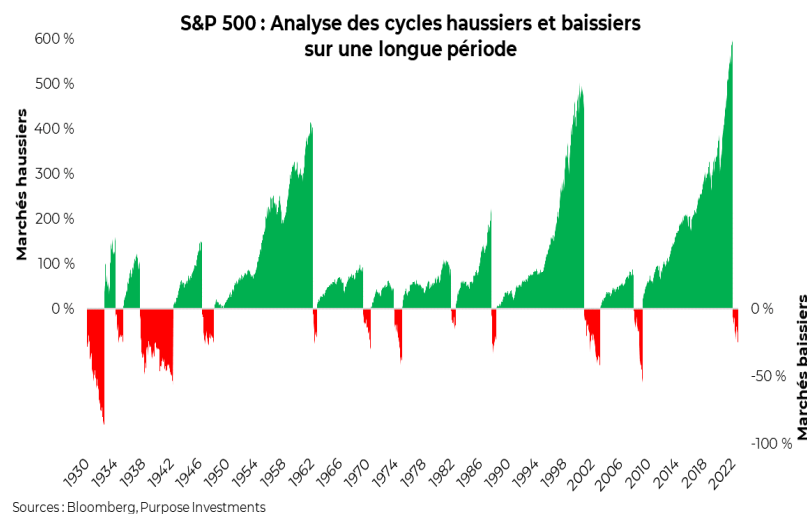
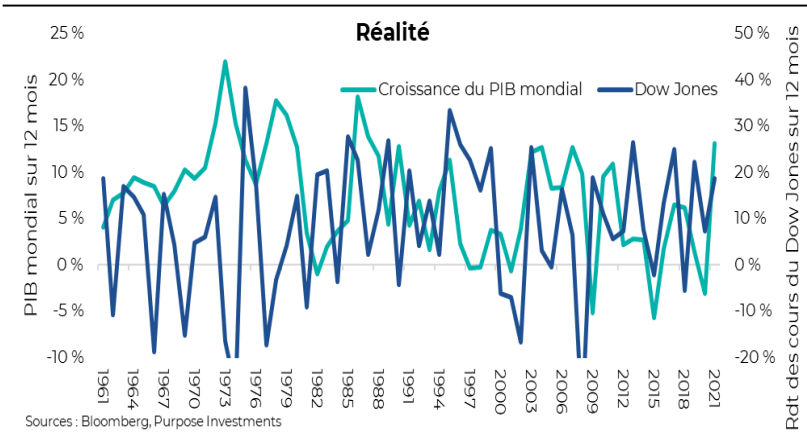
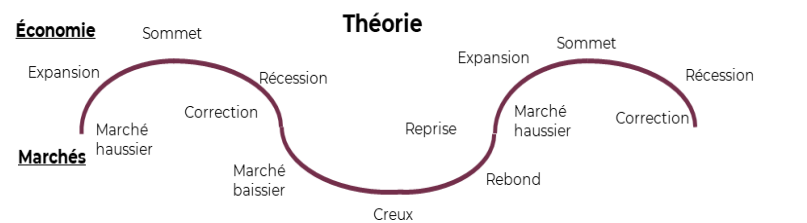
L'économie traverse des cycles : expansion, sommet, récession, creux, reprise, puis retour à l'expansion. Pour ceux qui se souviennent de leur cours d'économie 101, ces différentes phases étaient représentées dans un graphique par une jolie ligne sinueuse qui tendait à simplifier les choses. Les marchés boursiers passent aussi par différentes phases : phase haussière, sommet, correction, phase baissière, creux, puis redressement et début d'une nouvelle phase haussière.

Malheureusement, le monde n'est pas aussi simple et ressemble rarement à ces modèles académiques. Ainsi, certaines phases peuvent être beaucoup plus longues que prévu, ou alors beaucoup plus courtes. La ligne de la croissance économique peut être plus pentue, plate ou erratique. Chaque phase est marquée par de faux points de bascule où le changement de trajectoire pressenti ne se concrétise pas. Puis le véritable changement survient, souvent alors qu'on ne l'attendait pas. Et c'est sans compter qu'à chaque cycle, les composantes de l'économie prennent de l'expansion ou se contractent à des vitesses différentes.

Les marchés suivent aussi des cycles qui sont influencés par le cycle économique, sans y être étroitement liés. Il est plus simple de concevoir les marchés comme étant tributaires de l'économie, une dépendance qui augmente ou diminue dans le temps. L'économie soutient les bénéfices des entreprises, ce qui stimule le marché boursier. Il arrive cependant que les ratios de valorisation changent pour d'autres raisons. Dans le monde réel,

la dynamique des cycles des marchés boursier et obligataire est encore plus variable que l'économie, ponctuée par des changements de domination, la dynamique interne et de nombreux faux points d'inflexion.

Une grande agitation règne au sein de l'économie et des marchés, mais avec un peu de recul, on arrive facilement à distinguer les différents cycles. Les points d'inflexion sont évidents, mais ils ne sont malheureusement visibles que très longtemps après le fait. Néanmoins, la capacité de comprendre la phase dans laquelle nous évoluons en ce moment et la prochaine peut être déterminante pour la stratégie de placement, de la répartition de l'actif à la construction du portefeuille



Sources : Bloomberg, Purpose Investments

Le placement n'est pas une science – La trigonométrie, la physique et la chimie sont ce qu'on appelle des sciences pures. Ces disciplines reposent sur un certain nombre de preuves ou de lois immuables. En matière de placement, il n'y a pas de règles immuables, principalement parce que les marchés sont le résultat des comportements des personnes qui souhaitent effectuer une opération, un jour donné. C'est la même chose pour l'économie : elle est le reflet de nos comportements. Il suffit de voir comment nous avons influencé l'économie lorsque nous avons été plus nombreux à rester à la maison, à commander des articles sur Amazon et à regarder des séries sur Netflix au lieu de siroter un Aperol Spritz au bar du coin.

C'est le comportement humain qui crée les cycles économiques et boursiers. Les bonnes idées deviennent d'excellentes idées qui attirent plus de gens et de capital, puis les choses vont trop loin (nous allons trop loin). Lorsque les excellentes idées se mettent à périliter, selon leur importance au sein de l'économie ou du marché, elles peuvent créer un effet d'entraînement. Ensuite, les attentes sont rajustées, et tout recommence.

Comme les comportements influencent l'économie et les marchés, chaque cycle est similaire aux précédents à certains égards et différent à d'autres égards. Il est donc essentiel de comprendre ce qui devrait être similaire et différent.

On ne saurait trop insister sur le fait que les **sociétés qui dominent durant un cycle haussier sont TRÈS RAREMENT celles qui dominent au cycle suivant**. C'est un risque, puisqu'en raison de leur renommée, les anciennes sociétés dominantes paraissent inébranlables. Il peut arriver qu'un secteur continue de dominer, mais les sociétés qui le composent auront généralement considérablement changé d'un cycle à l'autre. Ce tableau montre les trois meilleurs et pires secteurs au cours de chacun des trois derniers cycles haussiers.

Remarquez à quelle fréquence l'un des pires secteurs devient l'un des meilleurs au prochain cycle, et inversement. Deux facteurs contribuent vraiment à ce phénomène : le capital et les points de départ. Un secteur très performant attire plus de capital en quête de rendement. Cela mène souvent à un manque de rigueur et à de mauvaises décisions, et il faut plus qu'un bref marché baissier pour démêler tout ça. Par ailleurs, les pires sociétés sont souvent assiégées et deviennent très rigoureuses sur l'utilisation du capital (par nécessité), si bien que seules les meilleures idées sont retenues. Comme ces sociétés partent de loin (point de départ), leurs chances de rendement potentiel supérieur au prochain cycle sont plus élevées.

Dans chaque cycle, on trouve des similarités et des différences.

b) Est-ce la fin du cycle?

Avant d'essayer de nous projeter dans le prochain cycle et d'exposer nos points de vue sur les conséquences pour la construction de portefeuille, nous devons répondre à une question importante : est-ce la fin du cycle? Comme nous l'avons mentionné, c'est bien après le fait que les points d'inflexion deviennent visibles; et même là, il y a matière à débat.

Similarités d'un cycle à l'autre

Les marchés haussiers ont tendance à être plus graduels et à durer plus longtemps. Les marchés baissiers sont plus courts et plus abrupts.

Les excellentes idées ou un secteur en forte croissance peuvent mener à des excès à la fin du cycle haussier en raison des fonds investis sans discernement. Les excès se résorbent d'eux-mêmes ou à la suite d'un choc.

Les meneurs sont les plus malmenés et deviennent les retardataires.

Le rajustement ou la pénible réaffectation du capital sème les germes d'un nouveau cycle.

Différences d'un cycle à l'autre

Les liens entre le marché et l'économie peuvent être étroits ou très larges. Certains marchés baissiers s'accompagnent d'une récession, d'autres pas.

Les meilleurs secteurs au cours d'un cycle sont souvent ceux qui étaient sous-financés au précédent.

Les meneurs durant un cycle haussier SONT RAREMENT ceux qui dominent au cycle suivant.

Les points de départ sont importants.

| | <u>Marché haussier des années 1990</u> | <u>Marché haussier des années 2000</u> | <u>Marché haussier des années 2010</u> |
|--|--|---|--|
| Les trois secteurs les plus performants | Tech. de l'information Finance Santé | Énergie Matériaux Serv. aux collectivités | Tech. de l'information Cons. discrétionnaire Santé |
| Les trois secteurs les moins performants | Consommation de base Serv. aux collectivités Matériaux | Cons. discrétionnaire Finance Santé | Consommation de base Télécommunications Énergie |

Sources : Purpose Investments, Secteurs du S&P 500

Le marché baissier provoqué par la pandémie de 2020 – Ce marché a été marqué par une baisse généralisée des actions et une récession, des conditions qu'on observe souvent en fin de cycle. Et il aurait pu effectivement coïncider avec la fin du cycle, n'eût été des mesures monétaires pour soutenir les marchés, puis des mesures budgétaires pour soutenir l'économie. Sans ces interventions, les fermetures et les changements de comportements auraient vraisemblablement mené à une grave récession, qui aurait clos le cycle amorcé en mars 2009. Toutefois, les mesures de stimulation ont prolongé le cycle, si bien que la domination du marché n'a pas changé et que les secteurs où des excès avaient été observés ont remonté de plus belle.

Aujourd'hui – Nous sommes manifestement dans un marché baissier, mais la récession se fait toujours attendre. Pourquoi alors avons-nous la conviction que le cycle de 13 ans est bel et bien terminé? Parce que des changements à la tête du marché apparaissent déjà, alors que les anciennes sociétés dominantes cèdent leur place. De plus, une véritable inversion s'opère dans les secteurs où des excès avaient été observés. C'est manifestement le cas pour les sociétés de technologie non rentables, le capital de risque et les actifs numériques.

Le retour de l'inflation et la montée des taux qui l'accompagne pourraient avoir mis fin au cycle en cours. La dynamique a changé au sein du marché. Et même si l'inflation va redescendre, rien n'annonce un retour prochain à des conditions déflationnistes et à des taux extrêmement bas.

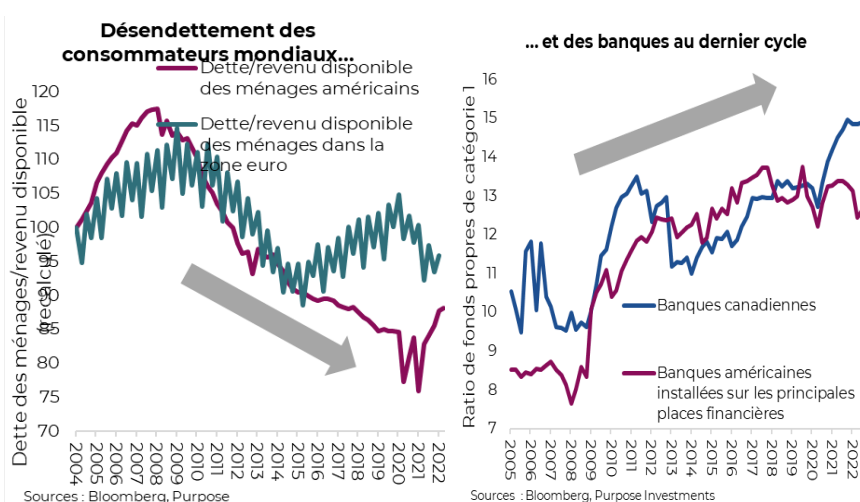
De plus, une récession ou un ralentissement de l'activité économique est clairement en vue. Même si on souhaite que le repli soit modéré, seul le temps le dira. Quoi qu'il arrive, nous pensons que cela suffira à effacer de nombreux excès passés et à lancer un nouveau cycle... une fois ce marché baissier terminé.

II. Réflexions sur le prochain cycle

À quoi ressemblera le prochain cycle? De nombreuses incertitudes subsistent, notamment en ce qui concerne les premières phases et les phases subséquentes. Ce que nous savons cependant, c'est que **chaque cycle haussier EST DIFFÉRENT du précédent**. En gardant cela à l'esprit, commençons par analyser le dernier cycle haussier pour nous faire une bonne idée de ce à quoi le prochain ne devrait pas ressembler.

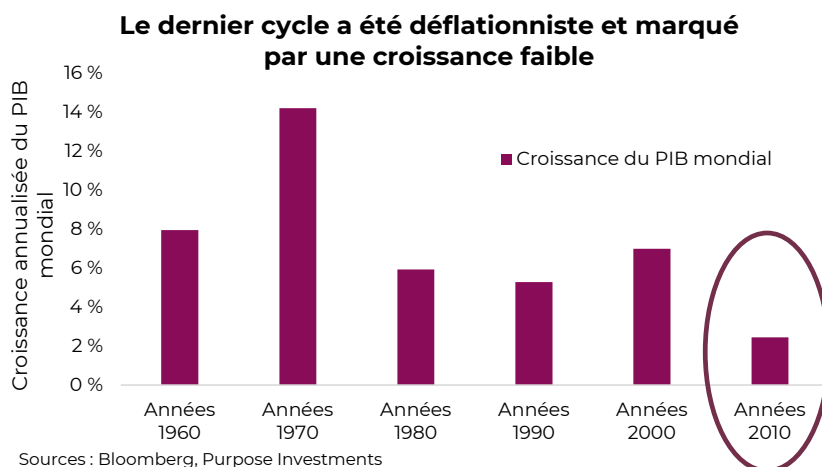
a. Dernier cycle haussier

Le dernier cycle haussier a été provoqué par une récession liée au crédit (crise financière mondiale de 2008-2009). Traditionnellement, ce type de récession mène à un désendettement, qu'on a observé chez les consommateurs, et plus encore au sein des institutions financières. Même si le phénomène a été moins marqué au Canada, les grands consommateurs américains et européens ont sensiblement réduit leur niveau d'endettement par rapport au revenu disponible durant le dernier cycle haussier.



Les banques ont fait de même. Durant le cycle haussier des années 2000, seuls les bénéfices et le rendement des capitaux propres comptaient. Après la crise financière mondiale et durant le cycle haussier des années 2010, les investisseurs ne s'intéressaient qu'à une chose : la robustesse des bilans. Et les banques les ont entendus en se retirant de nombreux secteurs d'activité pour réduire leur endettement et assainir leur bilan. Des prêteurs non traditionnels sont venus combler le vide; nous y reviendrons un peu plus loin.

Les récessions causées par une crise du crédit ont coïncidé dans le passé avec une croissance économique plus faible que la normale et des pressions déflationnistes persistantes. On l'a bien vu au cours du dernier cycle où les taux sont restés très bas et où la croissance économique et l'inflation ne sont apparues qu'après plusieurs années, à la toute fin du cycle. Profitant des forces déflationnistes, les banques centrales ont eu les coudées franches pour mettre en place des politiques afin de stimuler la croissance (ou de soutenir le prix des actifs) et elles ne s'en sont pas privées. C'est ce qui a mené à un marché haussier, qui était davantage alimenté par la hausse du prix des actifs que par la croissance économique. Les faibles rendements et les faibles taux des banques centrales ont permis de garder le taux directeur très bas. Or, des mesures de stimulation monétaire combinées à des taux bas favorisent une augmentation du prix des actifs, des conditions très favorables pour les actions, les obligations et les biens immobiliers.

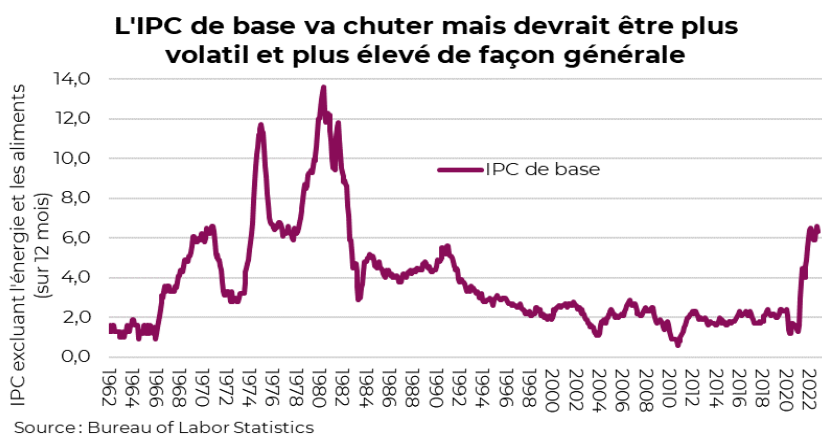


b. Prochain cycle haussier – économie, inflation et banques centrales

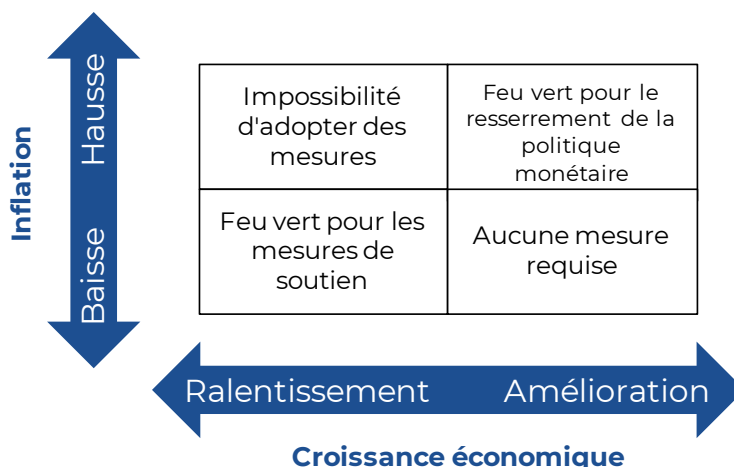
Même si nous ne sommes toujours pas convaincus que le prochain marché haussier a commencé, il viendra assurément. À quoi pourrait-il ressembler? Le prochain cycle devrait présenter de nombreux aspects positifs et d'autres plus problématiques. À notre avis, la croissance économique mondiale nominale, qui a été absente pendant une bonne partie du dernier cycle en raison du désendettement, retrouvera un rythme plus sain dans l'ensemble.

Cette croissance ne sera pas uniforme, ni dans le temps ni d'une région à l'autre. Au dernier cycle, la croissance a été faible, mais relativement stable du fait que les banques centrales pouvaient intervenir sans avoir à se préoccuper des répercussions sur l'inflation. Ce n'est clairement plus le cas et, par conséquent, la croissance économique sera beaucoup plus contrastée. Il faut s'attendre à des fluctuations économiques plus prononcées et plus rapides et à des cycles plus courts. La croissance économique sera également moins synchronisée entre les différentes économies. Sans anticiper un renversement de tendance au sein du commerce mondial, le portrait est en train de changer un peu. Après la pandémie et la guerre, la diversification des chaînes d'approvisionnement de nombreux intrants, et notamment de l'énergie, va progressivement prendre de l'ampleur. Le coût sera encore le facteur qui pèsera le plus dans les décisions (comme toujours), mais il ne sera plus le seul déterminant des structures des chaînes d'approvisionnement. Tout cela favorisera une plus grande disparité entre les économies.

Le manque d'inflation a été le principal problème au dernier cycle, avant que les choses changent vers la fin du cycle. Souvenez-vous des graphiques des titres de créance assortis de taux négatifs, qui à un certain moment totalisaient 18 000 G\$ à l'échelle mondiale. Aujourd'hui, ils représentent moins de 2 000 G\$ et ils se limitent à deux pays seulement. Souvenez-vous aussi de l'époque où la déflation était la grande menace. Les choses ont certainement changé aujourd'hui.



L'inflation ne se maintiendra pas à des niveaux proches de 10 % (ou légèrement supérieurs à 10 % dans certains pays) comme en ce moment et elle pourrait avoir déjà commencé à redescendre après les déséquilibres causés par la pandémie. Elle pourrait même redescendre plus vite que prévu à mesure que l'inflation des biens devient déflationniste et que l'économie ralentit. Par contre, l'inflation moyenne sera plus élevée au prochain cycle et sera vraisemblablement plus volatile, tout comme la croissance économique.



Plusieurs facteurs contribueront à une inflation moyenne plus élevée et à une plus grande volatilité.

La protection déflationniste découlant du désendettement a disparu. La tendance moins marquée vers la mondialisation est un autre facteur, tout comme le mouvement de diversification des chaînes d'approvisionnement, notamment dans le secteur de l'énergie. De plus, la main-d'œuvre semble profiter d'un puissant pouvoir de négociation, qui pourrait exercer des pressions plus fortes sur les salaires que par le passé. Par contre, les facteurs démographiques restent déflationnistes, tout comme la technologie.

L'inflation moyenne plus soutenue laisse présager de taux plus élevés au prochain cycle. De plus, cela réduira la grande latitude dont jouissaient les dirigeants des banques centrales dans la mise en œuvre de leur politique. Le robinet reste ouvert, mais l'époque du « bar ouvert » est bien révolue. La politique pour contrer le ralentissement économique dépendra du niveau d'inflation à ce moment-là.

Cela soulève la question du temps de réaction. Les marchés, l'économie et l'inflation ont tous des temps de réaction différents. Le marché, du fait qu'il est évalué quotidiennement, réagit assez rapidement aux nouvelles et aux changements, même si parfois il se trompe. Certaines parties de l'économie, même si leur temps réaction n'est pas aussi rapide, réagissent plus vite aux changements. Par exemple, les ventes de maisons réagissent assez rapidement aux variations dans les taux d'intérêt ou le marché de l'emploi. Les prix des maisons réagissent aussi, mais moins rapidement, de même que la construction, mais encore moins rapidement. Dans l'ensemble, l'emploi est une mesure retardée, puisque même si les affaires ralentissent, les entreprises cherchent à conserver leurs employés le plus longtemps possible avant de se résoudre à les renvoyer. L'inflation et les prix en général prennent encore plus de temps à réagir.

En raison de cette variabilité dans les temps de réaction, les pays connaîtront des périodes d'accélération et de ralentissement de l'activité économique et d'accélération et de ralentissement de l'inflation. Selon la façon dont ces facteurs se conjugueront, à certains moments les banques centrales pourront mettre en place des mesures de soutien et à d'autres elles auront les mains liées. L'économie et probablement aussi les marchés fluctueront davantage.

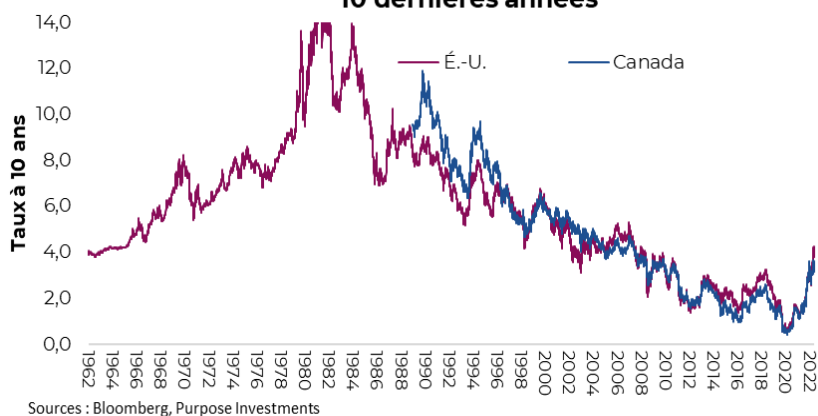
Comparativement au « bar ouvert » du dernier cycle, au prochain, nous devons nous contenter de quelques verres gratuits, et même parfois de cocktails sans alcool. Tout cela rendra l'inflation, l'économie, la croissance des bénéfices et vraisemblablement les marchés plus cycliques.

c. Prochain cycle haussier – taux et coût du capital

Le coût du capital au dernier cycle était anormalement faible (taux), principalement en raison des pressions déflationnistes liées au désendettement. Que ce soit dû au désendettement ou aux mesures quantitatives des banques centrales a peu d'importance, puisque c'est maintenant derrière nous (ou que l'effet sera beaucoup moins marqué). Cela fera augmenter le coût du capital, ce qui est un obstacle à la croissance. Par contre, ces taux faibles ont favorisé une mauvaise affectation du capital dans des projets non rentables ou moins rentables.

Taux et écarts de taux plus élevés – Sans être convaincus qu'un marché baissier de plusieurs années s'est amorcé pour les obligations, nous avons la conviction que les taux ne sont pas susceptibles de redescendre ou de se maintenir dans la fourchette excessivement faible observée au dernier cycle. Nous pensons également que le dernier cycle a profité des écarts de taux artificiellement bas, alors que la trop grande abondance de liquidités mondiales exerçait des pressions à la baisse continues sur les écarts de taux.

Taux à 10 ans – il faut s'attendre à plus de volatilité et à des taux plus élevés par rapport aux 10 dernières années



Au dernier cycle, le capital était largement disponible et bon marché. Comme n'importe qui pouvait mobiliser du capital sur le marché des titres d'emprunt, cela a encouragé l'endettement, favorisé les stratégies d'ingénierie financière pour gonfler les bénéfices (émission d'obligations, rachat d'actions), soutenu la croissance au moyen d'acquisitions, etc. Autant de stratégies qui ne risquent pas de donner les mêmes résultats au prochain cycle.

En raison du faible coût du capital, le simple fait de détenir des actifs était récompensé au dernier cycle. Ce sera différent à l'avenir et ce sont les sociétés actives et en croissance qui seront le plus en mesure de composer avec les coûts plus élevés et les variations de l'inflation.

d. Prochain cycle haussier – actions

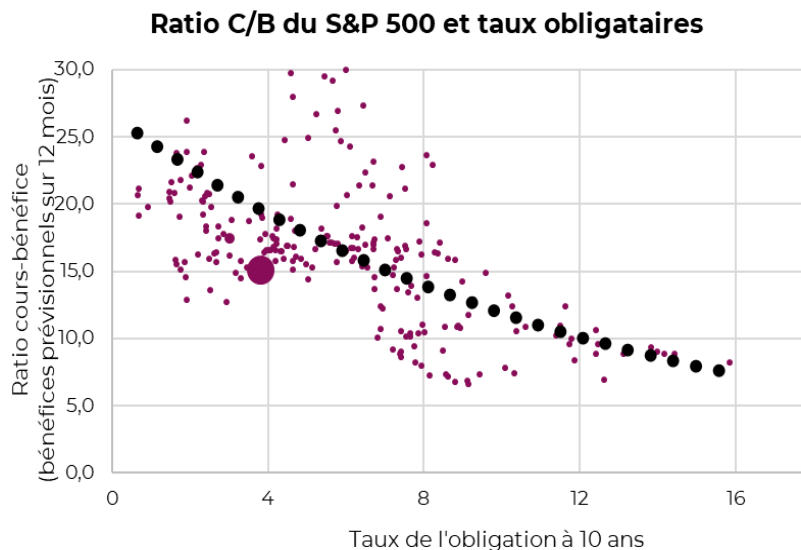
Les investisseurs en actions n'ont pas eu trop de raisons de se plaindre au cours des 10 dernières années, si on exclut évidemment le marché baissier actuel. Même après ce repli, les actions mondiales affichent un rendement annualisé légèrement supérieur à 8 %, ce qui est loin d'être mauvais. C'est un peu moins que le rythme annualisé à TRÈS long terme de 9,7 % (si on remonte à 1950), mais c'est raisonnable étant donné que le résultat final coïncide avec un marché baissier.

Nous restons convaincus que les actions évolueront favorablement au cours du prochain cycle haussier. C'est d'ailleurs ce qui définit un cycle haussier. Par contre, les facteurs de rendement pourraient être passablement différents, et il faut en tenir compte.

Les facteurs de stimulation des valorisations risquent d'être limités – Les valorisations ont beaucoup augmenté au dernier cycle, mais cette expansion a été en grande partie effacée durant la phase baissière. C'est assez normal. Aux États-Unis, elles restent un peu élevées, alors que dans les marchés boursiers mondiaux – incluant le Canada – les actions sont bon marché. Nous ne savons pas à quel niveau se situeront les valorisations au début du prochain cycle, estimant que celui-ci n'a pas encore commencé. Au prochain cycle, si l'inflation reste un problème récurrent ou connaît des soubresauts et que les taux obligataires sont en moyenne plus élevés qu'au dernier cycle, le potentiel d'expansion des valorisations risque d'être assez limité. Les taux obligataires et les ratios de valorisation au sein des marchés boursiers ont toujours été étroitement liés.

Croissance des bénéfices – Il y a de bonnes et de mauvaises nouvelles. Les bonnes nouvelles, c'est que si l'inflation est moins élevée comme nous le prévoyons au prochain cycle, cela devrait stimuler la croissance du chiffre d'affaires. Par contre, la hausse des coûts risque d'être plus importante, notamment si les salaires augmentent de façon substantielle. Dans ces conditions, c'est la capacité de limiter les coûts par rapport à l'amélioration du chiffre d'affaires qui permettra de départager les gagnants des perdants. L'intensité de la main-d'œuvre sera un facteur plus déterminant pour les marges et la croissance des bénéfices.

Le coût du capital pourrait être un obstacle. Au dernier cycle, de nombreuses sociétés ont profité d'une diminution de leurs charges d'intérêt grâce aux taux plus bas, malgré un endettement plus élevé. Ce facteur favorable pour les bénéfices a vraisemblablement disparu et pourrait devenir un facteur défavorable au prochain cycle. De plus, combien d'entreprises ont émis des titres de créance pour pouvoir racheter leurs actions et améliorer la croissance de leur bénéfice par action? C'est maintenant terminé. Un rapport de BNP estimait que 20 % de la croissance des bénéfices en Europe au cours des 10 dernières années étaient attribuables à ces deux facteurs combinés. C'est probablement le cas ailleurs aussi, mais maintenant la croissance des bénéfices ne peut plus être fabriquée comme c'était le cas au dernier cycle. Les entreprises doivent prendre de l'expansion pour espérer augmenter leurs bénéfices.



Dans l'ensemble, la croissance des bénéfices devrait être un peu moins forte qu'au dernier cycle. Si on ajoute à cela l'expansion potentiellement plus limitée des valorisations, on peut s'attendre à ce que les actions peinent davantage au prochain cycle. Par contre, les actions ne forment pas un groupe homogène, et nous pensons qu'il faudra nous intéresser davantage au bilan, à la stratégie de croissance et à l'impact d'une inflation variable (intensité de la main-d'œuvre, capacité de hausser les prix).

Le dernier cycle a avantagé les mégacapitalisations et le facteur « croissance », ce qui a nettement favorisé les stratégies passives axées sur le bêta. Vu le changement de dynamique, cela ne risque pas de se répéter. Au prochain cycle, les stratégies privilégiant le facteur « valeur » et les dividendes (durée plus faible) et moins les mégacapitalisations devraient se démarquer davantage.

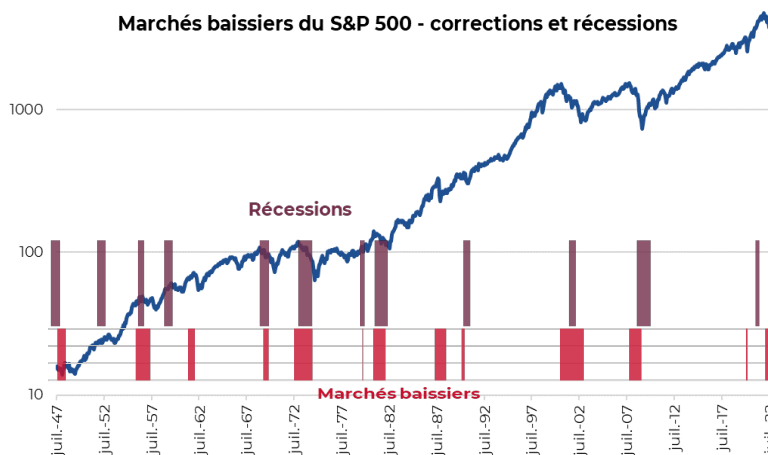
III. Conséquences pour la construction de portefeuille au prochain cycle

Nous ne pensons pas que le marché baissier est terminé ou que le creux a été atteint. Nous sommes toutefois d'avis que le marché baissier en cours marque la fin du cycle en raison de l'inflation, des banques centrales, des excès spéculatifs qui se résorbent et du ralentissement de la croissance économique. Par conséquent, un nouveau cycle haussier finira par émerger. Dans la présente section, nous affinions nos perspectives macroéconomiques pour ce nouveau cycle à des fins de construction de portefeuille.

e. Scénario standard – les points de départ sont importants

Certaines caractéristiques observées dans tous les cycles méritent d'être considérées. En moyenne, les actions enregistrent certains de leurs rendements les plus élevés au début du cycle haussier et à la toute dernière phase. La remontée initiale est souvent alimentée uniquement par l'espoir, et c'est après que les données fondamentales se raffermissent. On observe souvent un changement à la tête du marché, mais ce n'est qu'une fois que le cycle est bien enclenché qu'on arrive à distinguer les nouveaux meneurs. Au début, nous savons seulement que les anciens meneurs sont menacés. Les indices pondérés en fonction de la capitalisation boursière peuvent en pâtir selon leur degré de concentration dans les anciens meneurs.

Il se pourrait que les obligations ne suivent pas leur trajectoire habituelle. Normalement, elles prennent de la valeur durant un marché baissier, puisqu'elles offrent une solution de rechange en période d'aversion au risque, puis elles cèdent une partie de ces gains au début du nouveau cycle haussier. Comme ce marché baissier a été provoqué par l'inflation, ce qui a fait monter les taux, il est à peu près certain que personne ne s'est précipité vers les obligations pour trouver un refuge sûr jusqu'ici au cours de ce cycle. Cela pourrait changer si la croissance économique ralentit plus que ce à quoi la plupart des observateurs s'attendent.



Habituellement, un marché baissier s'accompagne d'une récession. Dans le passé (dans les années 1940 et 1980), la récession est survenue avant que le marché baissier s'amorce, mais au cours des plus récentes décennies (1990 et après), le marché a été le premier à bouger. C'est peut-être grâce aux meilleures prévisions des économistes? Ou alors, comme les consommateurs ont augmenté leur exposition aux marchés avec le temps, il est possible que ce soit maintenant l'effet de richesse du marché baissier qui cause les récessions. Ce qu'il faut retenir, c'est qu'une récession plus ou moins marquée est en vue. Certains pays pourraient être épargnés, et il est possible que l'Europe soit déjà en récession. Bien que les marchés aient maintenant tendance à succomber avant que les économies entrent en récession, ils ont aussi touché un creux bien avant que la morosité économique s'accroisse. C'est une bonne nouvelle, considérant que l'économie nord-américaine est encore loin d'une récession.

Les points de départ sont importants – Comme nous ne savons pas encore si ce marché baissier est terminé, nous ne connaissons pas non plus les points de départ. Nous serions étonnés que le creux du S&P 500 de 3500 points atteint en octobre, à un niveau de 15,2 fois les bénéfices, en soit un. Mais si c'était le cas, cela serait de mauvais augure pour les actions américaines, considérant que les marchés européens et le TSX sont descendus encore plus bas, à 10,5 et 11 fois les bénéfices, respectivement. Les points de départ des actions pour le prochain cycle haussier restent incertains, mais d'autres points de départ sont plus clairs.

Les taux obligataires ne sont pas élevés comparativement aux normes historiques à long terme, mais ils sont très raisonnables. Ce pourrait être un point de départ intéressant pour les taux obligataires à l'aube d'un nouveau cycle. Évidemment, beaucoup de choses pourraient se produire à court terme, mais l'équilibre risque-rendement est raisonnable.

Le point de départ pour les monnaies favorise le huard ou, plus justement défavorise le dollar américain. Les monnaies des marchés développés sont souvent un jeu à somme nulle à TRÈS LONG TERME. Si la monnaie d'un pays devient surévaluée, le pays devient moins concurrentiel, ses actifs deviennent trop chers et s'ensuit une fuite de capitaux. Si une monnaie s'affaiblit trop, comme la livre ou le yen en ce moment, c'est le contraire qui se produit. L'économie devient plus concurrentielle à l'échelle mondiale et les acheteurs opportunistes se manifestent. D'ailleurs, les Américains ont été particulièrement actifs sur le marché immobilier du Royaume-Uni récemment et nos amis au Japon n'ont jamais pu acheter d'aussi bons sushis à un prix aussi raisonnable (après conversion en \$ US, bien sûr).

Le billet vert n'est pas excessivement surévalué, mais il l'est néanmoins. Quant au dollar canadien, sans être au plus bas, il est affaibli. Le graphique de droite montre comment le dollar américain se compare aux autres monnaies du G10 et au dollar canadien selon le pouvoir d'achat au début des précédents cycles haussiers.

Les catégories d'actif qui sont relativement sous-évaluées offrent un meilleur équilibre risque-rendement au tournant du nouveau cycle.

Les stratégies qui ont bien fonctionné pendant une décennie pourraient connaître moins de succès – À long terme, sur des cycles

complets, beaucoup de données reviennent à la normale ou à la moyenne. À l'approche du prochain cycle haussier et compte tenu des rendements relatifs enregistrés au dernier cycle, les conséquences pour la construction de portefeuille sont nombreuses : évolution du dollar canadien ou des monnaies internationales par rapport au dollar américain, comportement des actions canadiennes et internationales par rapport au marché américain qui a été le chouchou du dernier cycle, titres de valeur ou de croissance, petites capitalisations ou grandes capitalisations, etc.

f. Analyse détaillée

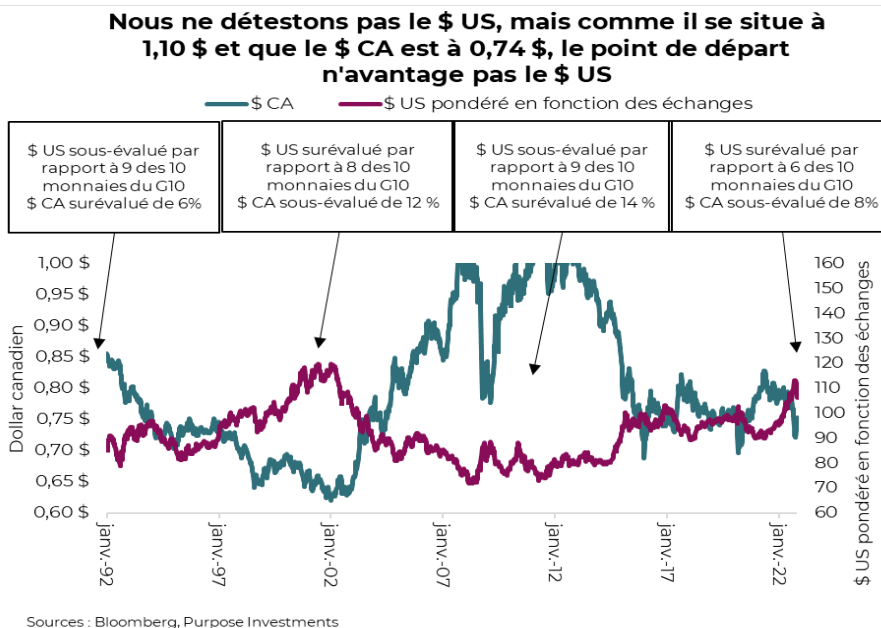
Dans la prochaine section, nous explorons plusieurs thématiques ou idées plus précises que les investisseurs devraient à notre avis considérer pour le processus de construction de portefeuille au prochain cycle haussier. Et rappelez-vous que nous ne sommes toujours pas convaincus que le prochain cycle haussier est commencé.

i. Répartition de l'actif – EPP moins restrictif, rendements plus faibles et plus volatils : privilégier une gestion tactique

Quelle serait la meilleure stratégie à suivre si vous pouviez utiliser une machine à remonter le temps et retourner au début du dernier cycle haussier en 2009? La réponse est simple : oublier la répartition de l'actif, inclure des obligations et des placements non traditionnels, laisser de côté les stratégies de placement sophistiquées, vous exposer complètement à la volatilité du marché et acheter simplement des actions – idéalement des actions américaines du S&P 500, et ensuite éteindre votre écran ou couper l'accès aux mises à jour et aux cotes pendant une dizaine d'années. Ou, si vous teniez *vraiment* à rester actif sur le marché, ACHETER EN PÉRIODE DE BAISSSE, et acheter un peu plus à chaque période de faiblesse du marché.

Malheureusement, les machines à remonter le temps n'existent pas et avec du recul, n'importe qui peut bâtir un portefeuille. De plus, cette méthode de placement basée sur le passé est ce qui risque le plus de nuire aux portefeuilles des investisseurs. Par conséquent, même si on ne peut pas revenir en arrière, qu'est-ce qui a provoqué cette belle remontée sans trop de turbulences qui s'est amorcée à la fin de 2009?

Point de départ – Le marché baissier provoqué par la crise financière mondiale de 2008-2009 n'a pas été une partie de plaisir, mais il a permis une révision complète des valorisations et éliminé toutes les attentes des investisseurs. Rien de mieux pour générer des rendements positifs par la suite.



Taux – Le désendettement du consommateur mondial et du système bancaire mondial qui ont suivi ont créé des conditions déflationnistes qui ont mené à une croissance économique inférieure à la normale (facteur négatif), mais continué d'exercer une pression à la baisse sur les taux (facteur positif). Les taux faibles sont devenus l'un des moteurs de croissance des actions, que ce soit en raison des stratégies d'ingénierie financière ou simplement parce que les actions étaient la seule option.

Interventionnisme de la Fed –

Dans un contexte déflationniste, les banques centrales ont une grande liberté, car leurs interventions risquent moins de provoquer de l'inflation ou des déséquilibres. Cette protection a permis aux banques centrales d'étendre leur stratégie et de soutenir les marchés et l'économie lorsqu'ils vacillaient. C'est ce qu'on appelle l'interventionnisme de la Fed : si le marché recule de 10 %, la Fed ou les autres banques centrales interviendront avec des mesures de relance.

Les marchés ont donc enregistré de solides rendements avec une volatilité limitée – des conditions favorables, comme le montre la section en bleu ci-dessus.

D'ailleurs, sur le site de Bloomberg, vous pouvez consulter une liste de certaines des stratégies de négociation les plus populaires et suivre leur évolution sur une période donnée. On y trouve un peu plus de 20 stratégies : bandes de Bollinger, force relative, MACD, stratégies de la moyenne mobile, taux de variation, etc. De la fin de 2009 jusqu'au milieu de 2018, la stratégie de placement dominante pour le S&P 500 a été l'approche d'achats à long terme. Cette stratégie a pulvérisé toutes les autres du point de vue de la profitabilité.

Régression à la moyenne – La seule façon d'ajouter un peu de valeur durant la période de 2009 à 2018 était de réduire un peu son exposition au marché lorsqu'il dépassait largement sa ligne de tendance et d'acheter un peu plus d'actions lorsqu'il descendait bien au-dessous. Cette stratégie de négociation qui consiste à « acheter en période de baisse » était employée par beaucoup d'investisseurs et basée sur la prémisse que les marchés renouent avec leur ligne de tendance à long terme.

Mais ce marché semble avoir changé au milieu de 2018, ou alors les choses ont certainement changé en 2022. Nous sommes actuellement dans un marché baissier qui crée beaucoup de volatilité sur les marchés (beaucoup plus de volatilité à la baisse évidemment). Et les fluctuations du marché sont souvent très importantes à la toute fin d'un cycle haussier, comme ce fut le cas à partir du milieu de 2018.

Les fluctuations importantes du marché servent moins bien l'approche d'achats à long terme et les fidèles de la stratégie d'achats en période de baisse. Durant le marché haussier, les investisseurs qui achetaient dès que le marché reculait de 7 % ou plus ont obtenu de bons résultats – contrairement à ceux qui ont fait la même chose en 2020 ou en 2022. **La dynamique du marché semble avoir changé.**

Au cas où ça vous aurait échappé, le marché a changé



Nous ne considérons certainement pas la trajectoire du marché au cours de la dernière année et même depuis 2020 comme une évolution normale. La question est de savoir quand le marché baissier prendra fin et quand le prochain marché haussier débutera et à quoi il ressemblera. Nous pouvons espérer un autre cycle haussier caractérisé par des rendements très solides et une faible volatilité, mais c'est peu probable. La protection procurée par la déflation au dernier cycle a clairement disparu. Cela devrait rendre l'inflation et la croissance économique plus volatiles.

Marchés réflexifs – Dans les conditions de marché actuelles moins contrôlées, la régression à la moyenne pourrait donner lieu à un marché plus réflexif. Que vous préférerez le terme « réflexif » utilisé par George Soros ou des synonymes, comme spontané, non intentionnel ou non contrôlé, la définition est la même : un marché qui se soutient lui-même, entraînant de plus grandes fluctuations à la hausse comme à la baisse. La faiblesse engendre une plus grande faiblesse et vice versa.

Ces fluctuations plus marquées pourraient avoir pour effet d'aplanir ou de réduire les rendements. Si l'inflation et les taux demeurent plus élevés qu'au dernier cycle, l'expansion des ratios sera plus limitée. De plus, une bonne partie de la croissance des bénéfices au dernier cycle était attribuable aux rachats d'actions favorisés par l'émission de titres de créance à faible coût. Au prochain cycle, la croissance des sociétés devra se faire de la bonne vieille façon.

D'ailleurs, le marché pourrait déjà avoir changé. Du milieu de 2018 à aujourd'hui, de nombreuses stratégies de négociation différentes basées sur le momentum ont surpassé la stratégie d'achats à long terme, et cela au cours d'une période où le marché a enregistré des rendements annualisés de plus de 10 %. **Il semble effectivement que quelque chose a changé.**

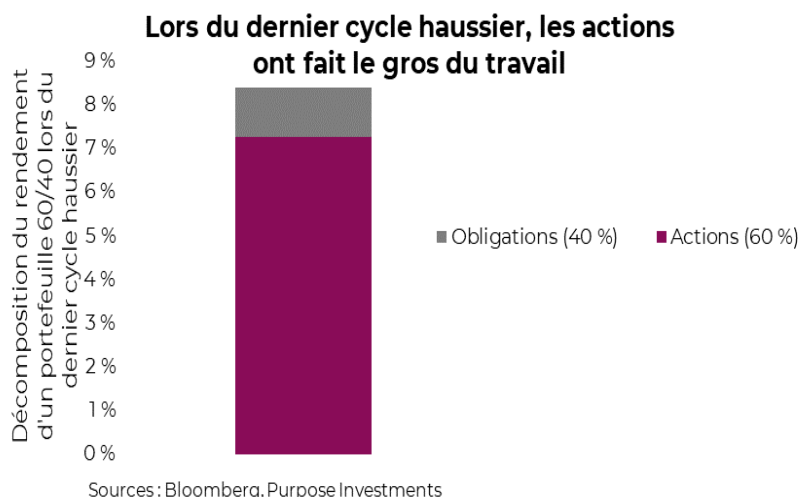
Conséquences pour les portefeuilles – Si vous êtes d'accord pour dire que les rendements des actions seront un peu moins élevés au cours du prochain cycle et que les fluctuations seront plus importantes à la hausse comme à la baisse, cela a des conséquences pour la construction de portefeuille qui justifient notamment d'adopter une approche plus tactique.

1. **EPP moins restrictif** – En ce qui concerne l'énoncé de la politique de placement, il pourrait être judicieux de se laisser une plus grande latitude à l'intérieur de chaque catégorie d'actif. Quand les actions repartiront à la hausse (si cela se produit), vous pourriez vouloir attendre plus longtemps avant de rééquilibrer. Et la même chose en cas de baisse.
2. **Momentum** – Dans ce genre de conjoncture, les stratégies axées sur le momentum devraient produire de meilleurs résultats. Les **fluctuations** plus marquées et la plus grande stabilité des rendements en général favorisent ces stratégies, puisque cela limite la perte de rendement lorsqu'on se retire du marché.

ii. Simplification

Ce marché baissier n'est peut-être pas encore terminé. Les taux pourraient encore augmenter, les actions se replier et les bénéfices se contracter, et une récession pourrait aussi survenir. Mais déjà les valorisations et les attentes ont été largement rajustées. La fièvre spéculative qui était évidente à la fin du dernier cycle a manifestement disparu; tous les spécialistes du capital de risque qui cherchent à mobiliser des capitaux vous le diront. Aujourd'hui, vous pouvez obtenir un rendement boursier de 3,1 % sur le TSX à un niveau de valorisation de 12,4 fois les bénéfices. L'univers des obligations canadiennes rapporte actuellement 4,1 %, contre 5,3 % pour la sous-catégorie des obligations de sociétés. La plupart des obligations se négocient actuellement sous leur valeur nominale, et les liquidités génèrent un rendement raisonnable.

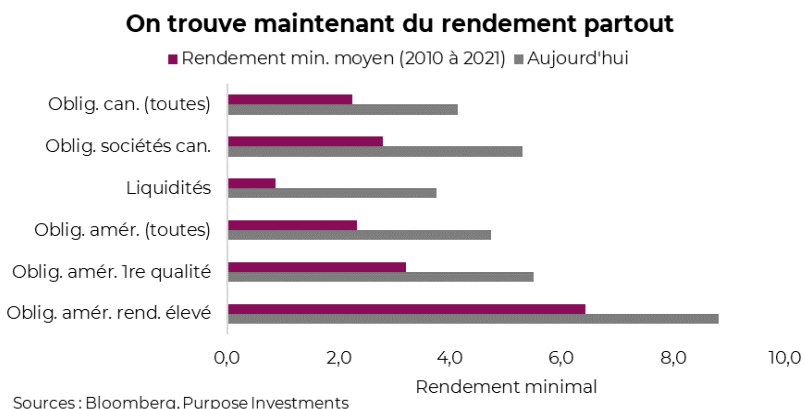
Nous ne prétendons pas que c'est bon marché; tout dépendra du niveau des valorisations ou des taux dans quelques années. Par contre, après le pénible rajustement du premier semestre de 2022 où à peu près tous les placements ont perdu de la valeur, le marché est beaucoup plus équilibré ou équitable aujourd'hui. Cela devrait favoriser des rendements plus équilibrés au prochain cycle. Il ne fait aucun doute que les actions ont été les principales sources de rendement des portefeuilles au dernier cycle haussier. Le graphique ci-contre illustre la contribution au rendement des actifs d'un portefeuille 60/40 de la fin de 2009 à la fin de 2021 (avant ce marché baissier). Le rendement total annualisé légèrement supérieur à 8 % est presque entièrement attribuable aux actions.



À l'approche du nouveau cycle haussier, le rendement n'est plus une denrée rare pour les actions comme pour les obligations et les liquidités. Étant donné que ce qui contribue le plus au rendement des obligations est le taux au moment de l'achat, ces taux obligataires plus élevés devraient permettre de mieux équilibrer la contribution au rendement à l'intérieur des portefeuilles. Le marché baissier des obligations et des actions en 2022 aura peut-être permis un rajustement des rendements à l'avantage des bons vieux portefeuilles 60/40. Même s'il n'a pas été facile d'en arriver là, nous évoluons maintenant dans un contexte de placement beaucoup plus équilibré.

Simplifier les sources de revenus – Au dernier cycle, alors que les taux étaient excessivement bas et généralement orientés à la baisse, il fallait être vraiment créatif pour assouvir la soif de rendement des investisseurs. Des stratégies très efficaces ont été mises au point pour trouver du rendement dans des contrées lointaines, générer du rendement au moyen de stratégies de négociation plus exotiques ou avoir accès à des actifs producteurs de revenus qui n'étaient auparavant pas accessibles. Beaucoup de ces stratégies se sont révélées très efficaces et ont certainement aidé à répondre à un besoin né de ces conditions de faibles taux.

Maintenant que le rendement est facile à trouver, votre portefeuille a-t-il besoin d'être aussi créatif? De nombreuses stratégies qui existent et sont utilisées aujourd'hui comportent d'autres risques, comme des risques liés à l'emplacement géographique ou à l'exécution ou un risque plus nuancé qui échappe à la plupart des investisseurs. Elles peuvent toujours avoir leur place dans un portefeuille, mais maintenant que le rendement ordinaire est facilement accessible, il peut être prudent de simplifier la composante du portefeuille axée sur le revenu.



iii. Actions – qu'est-ce qu'un bilan déjà?

Dans un monde où n'importe qui peut émettre une obligation avec peu de clauses restrictives et un faible taux de coupon, il n'est pas étonnant que des entreprises se soient ruées sur cette intéressante source de capital : on mobilise des capitaux sur le marché obligataire, on achète un concurrent, on intègre ses secteurs d'activité, on rembourse une partie de la dette et on répète. Ou encore, on utilise simplement le produit des obligations pour racheter des actions et rehausser la croissance du bénéfice par action. Dans des conditions de taux bas où le capital est facilement accessible, pas étonnant que de telles stratégies aient été utilisées. La dette à long terme des sociétés qui composent le S&P 500 avoisine actuellement 8 000 G\$. Cependant, ces sociétés devront s'ajuster maintenant que le marché des titres d'emprunt est moins favorable aux emprunteurs en raison des clauses plus strictes et de leurs coûts plus élevés.

Et il n'y a pas que la dette qui devient plus chère pour les sociétés. Les salaires ont progressé, ce qui augmente le coût de la main-d'œuvre. L'engagement et la participation des employés ont changé pendant et après la pandémie. Les choses pourraient cependant revenir à la normale. Pour l'instant toutefois, la main-d'œuvre semble profiter d'un meilleur pouvoir de négociation, ce qui pourrait devenir un problème plus important au prochain cycle.

Les chaînes d'approvisionnement sont remaniées, du moins en partie. La volonté de diversifier davantage les sources d'approvisionnement des intrants est une tendance qui prend progressivement de l'ampleur. Les entreprises ont déjà commencé à investir dans des sources d'approvisionnement plus rapprochées sur le plan géographique, même si c'est plus cher.

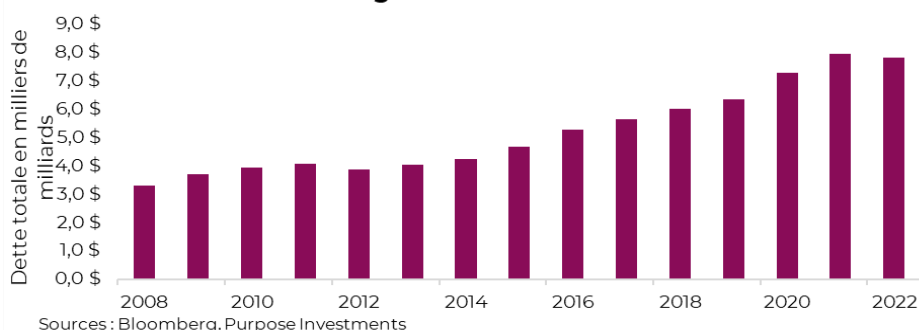
Domination du marché au

prochain cycle – Bien que nous aimerions vous dire quels titres domineront au prochain cycle en termes de rendement boursier, nous ne sommes pas en mesure de le savoir. Cependant, une croissance économique stable, faible et déflationniste combinée à des mesures de soutien constantes des banques centrales semble fort

improbable. Les meneurs au prochain cycle pourraient être les sociétés qui soit profiteront du changement de conjoncture soit seront le mieux en mesure d'y faire face. Du côté des actions, nous estimons que les investisseurs devraient s'intéresser davantage aux éléments suivants :

- ▶ **Bilan** – Le montant de la dette, sa durée et sa nature (à taux fixe ou variable) revêtiront à l'avenir une plus grande importance. Déjà il en est plus souvent question, même si l'économie a à peine ralenti. Si l'inflation et la croissance économique sont plus volatiles, l'endettement deviendra plus préoccupant.
- ▶ **Augmentation du prix des produits et des intrants** – L'augmentation des coûts (hausse des salaires, service de la dette, recours à des fournisseurs à coût élevé pour diversifier les sources d'approvisionnement) n'est pas un problème tant que l'entreprise est en mesure de la transmettre aux consommateurs. C'est la combinaison relative entre la hausse des prix des produits et des prix des intrants qui permet de départager les gagnants des perdants. Et c'est cette combinaison qui déterminera dans quels cas les marges resteront raisonnables ou se réduiront comme peau de chagrin.
- ▶ **Capacité d'adaptation** – Si les coûts de main-d'œuvre deviennent un problème, quelles sociétés offrent des solutions pour augmenter la productivité afin de compenser les coûts? Si les entreprises décident de rapprocher leurs activités de production, quelles sociétés profiteront de cette tendance ou la faciliteront? La veille stratégique a beaucoup progressé au cours des 10 dernières années, et les entreprises mettent à profit cet avantage potentiel pour améliorer leur productivité.

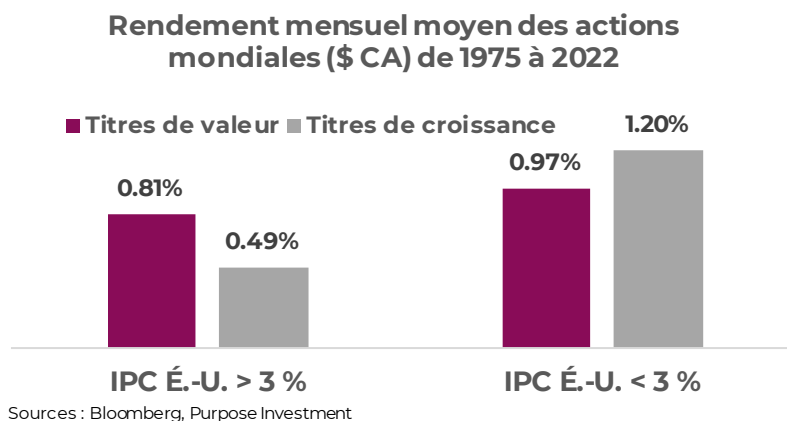
Dette totale à long terme des sociétés du S&P 500



Nous ne pensons pas que le prochain cycle haussier sera de ceux qui nécessitent un minimum d'intervention. La diversité des rendements sera probablement plus grande et ce ne sont pas nécessairement les titres à mégacapitalisation actuels qui l'emporteront. Irions-nous jusqu'à dire que l'analyse fondamentale reviendra à la mode?

iv. Valeur vs croissance

Au cours des 10 dernières années, les investisseurs ont sonné le glas des titres de valeur, tout en se demandant à quel moment ils pourraient renaître de leurs cendres. Dans des conditions de faible inflation, les titres de croissance ont assurément dominé. Si vous gériez un portefeuille d'actions canadiennes qui n'incluait pas le titre de Shopify, vous avez probablement obtenu un rendement inférieur au marché en période de hausse et supérieur au marché en période de baisse. Aux États-Unis, si vous n'investissiez pas massivement dans Amazon et Microsoft, vous ne pouviez pas suivre le rythme. Or le vent a certainement tourné durant ce marché baissier, les titres de valeur ayant surpassé les titres de croissance de 23 % (indices S&P 500 de valeur et de croissance).



Ce renversement en faveur des titres de valeur est vraiment dû à l'ampleur et à l'étendue de la domination des titres de croissance durant la dernière phase haussière. Dans un marché baissier de fin de cycle, les anciens meneurs sont souvent ceux qui sont les plus malmenés. Par conséquent, qui des titres de valeur ou de croissance prendront la tête du marché au début du prochain marché haussier? Nous pensons que la valeur sera le principal facteur de rendement durant le prochain cycle haussier pour les raisons suivantes :

Duration plus courte – Comme nous anticipons une croissance économique plus forte et plus variable au prochain cycle, les titres de valeur devraient offrir une meilleure performance. Une croissance économique plus vigoureuse tend à profiter davantage aux titres de valeur du fait que ces sociétés sont plus sensibles à l'économie. De plus, les titres de croissance ont profité des taux stables et orientés à la baisse en raison de leurs flux de bénéfices étalés sur une période plus longue. Comme nous estimons que cela est sur le point de changer, les titres de valeur à durée courte devraient produire de meilleurs résultats.

Inflation plus élevée – Bien que l'inflation soit appelée à redescendre, nous pensons qu'elle restera élevée, plus volatile et supérieure en moyenne, des conditions plus favorables au facteur « valeur ». Au cours des 47 dernières années, on a dénombré à peu près autant de mois où l'inflation a dépassé 3 % que de mois où elle a été inférieure à 3 % (IPC américain). Si on sépare les deux, on constate que le rendement mensuel moyen des titres de valeur a été supérieur de 32 pb durant les périodes où l'inflation dépassait 3 %. Sans surprise, durant les périodes où l'inflation était inférieure à 3 %, les titres de croissance ont devancé les titres de valeur de 23 pb environ. La faible inflation et l'assouplissement quantitatif tout au long des 10 dernières années ont permis aux investisseurs de retirer un rendement des titres de croissance, qu'ils ont appris à apprécier et à considérer comme une catégorie d'actif fiable. Toutefois, ces titres connus et appréciés ne sont probablement pas ceux qui se démarqueront au prochain cycle.

Dividendes – Une importante sous-catégorie que l'on retrouve surtout parmi les titres de valeur se compose des sociétés qui versent des dividendes plus élevés que la moyenne. Bien sûr, les placements axés sur les dividendes sont une composante de base dans le portefeuille des Canadiens de façon générale. En effet, la composition du marché et le traitement fiscal avantageux ont toujours incité les investisseurs à s'appuyer sur les dividendes.

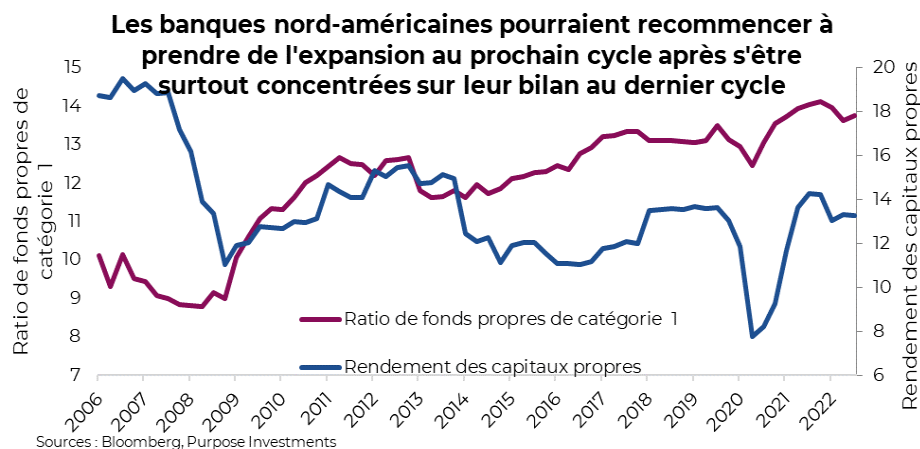
Les raisons qui nous poussent à favoriser les titres de valeur au prochain cycle sont les mêmes qui nous incitent à investir dans les titres à dividendes. Durant les périodes de croissance économique volatile et d'inflation élevée, les dividendes contribuent à réduire la volatilité des portefeuilles. Même si les obligations sont certainement devenues une catégorie d'actif plus concurrentielle en raison de la hausse des taux, si l'inflation reste élevée au prochain cycle, les actions ont de meilleures chances de tirer leur épingle du jeu dans ce genre d'environnement – en particulier les actions des sociétés qui profitent d'un certain pouvoir d'achat et qui ne sont pas surendettées.

Le niveau d'endettement pour les sociétés qui versent des dividendes est toutefois à considérer. En effet, les sociétés plus endettées sont peu susceptibles de relever leur dividende dans un contexte de taux élevés. Le remboursement de la dette deviendra une plus grande priorité pour ces sociétés, ce qui peut représenter un problème à long terme. Si la protection contre l'inflation n'est pas ce que vous recherchez, rappelez-vous que le seul fait que ces sociétés versent un dividende signifie qu'elles ont des flux de trésorerie disponibles et qu'elles sont profitables, de sorte que l'écart-type et le risque de baisse seront moins élevés en période de volatilité.

À mesure que le cycle progresse, un portefeuille qui privilégie les titres de valeur et les sociétés peu endettées qui versent des dividendes pourrait dégager des rendements supérieurs. La préférence pour les actions à durée courte de sociétés moins endettées aidera les portefeuilles dans des conditions de taux et d'inflation élevés. Malgré la performance supérieure des titres de valeur ces deux dernières années, leur réévaluation est une occasion d'y investir davantage étant donné qu'ils se négocient à des prix bien inférieurs à ceux des titres de croissance.

v. Banques et prêteurs

Au Canada, et encore plus ailleurs dans le monde, les activités des banques sont à ce point diversifiées et changeantes qu'il est très difficile de les placer dans une même catégorie. C'est un peu plus facile au Canada, mais même parmi nos six grandes banques, il y en a qui sont plus ou moins exposées au marché immobilier, aux prêts commerciaux et industriels, aux titres à revenu fixe, aux monnaies et aux produits de base, aux services bancaires d'investissement, à la gestion du patrimoine et aux opérations internationales. Nous pourrions nous étendre longuement sur le sujet. Cependant, certaines tendances générales à long terme devraient favoriser les banques au prochain cycle haussier.



Au début des années 2000, dans les conférences téléphoniques trimestrielles des banques, il était beaucoup question du rendement des capitaux propres, de la croissance et parfois aussi d'éventuelles acquisitions. Après le marché baissier provoqué par la crise financière de 2008-2009, le message a changé. On ne parlait plus que du bilan, des fonds propres de catégorie 1, du resserrement des conditions de prêt et de la réduction du risque. Outre les pressions exercées par les investisseurs, deux éléments ont contribué à ce changement de discours : 1) la quasi-disparition de certaines banques durant la crise financière et 2) le simple fait que les activités de crédit devenaient moins profitables.

Le dernier cycle haussier a été marqué par des taux bas et orientés à la baisse et par une réduction des coûts de financement pour beaucoup de gens et d'entreprises. Ce coût représente cependant un revenu pour le prêteur et, en raison des taux excessivement bas, les banques ont réduit leurs activités de crédit. De plus, il y avait d'immenses quantités de capital en quête de rendement, et la présence de nombreux prêteurs disposés à accepter des prix bas n'est pas très bon pour la rentabilité. Par conséquent, les banques ont délaissé le crédit traditionnel pour se concentrer

sur d'autres secteurs d'activité. De nombreux prêteurs non traditionnels sont venus combler le vide. Par ailleurs, en réduisant leurs prêts, les banques ont aussi amélioré leur bilan.

Le prochain cycle haussier sera vraisemblablement très différent. D'abord, le capital sera moins abondant et coûtera plus cher (n'oubliez pas que le coût représente le revenu du prêteur). Lorsque les taux étaient bas, en raison de la recherche de rendement, tout prêteur disposé à verser un peu plus aux investisseurs avait accès à un capital presque illimité. Mais maintenant, les liquidités rapportent un rendement raisonnable et les obligations gouvernementales encore plus, tout comme de nombreuses sources de rendement traditionnelles. La soif de rendement pourrait être assouvie, puisqu'on trouve maintenant du rendement partout.

Maintenant que le capital est moins abondant et que le crédit coûte plus cher, l'avantage passe de l'emprunteur au prêteur. Et les prêteurs les mieux positionnés sont ceux qui détiennent un panier diversifié de dépôts ou de capital. Les banques disposent de nombreuses sources de capital, ce qui n'est pas nécessairement le cas pour beaucoup d'autres prêteurs. Nous pensons que les banques pourraient reprendre leur part du marché au prochain cycle, ce qui améliorera leur rentabilité.

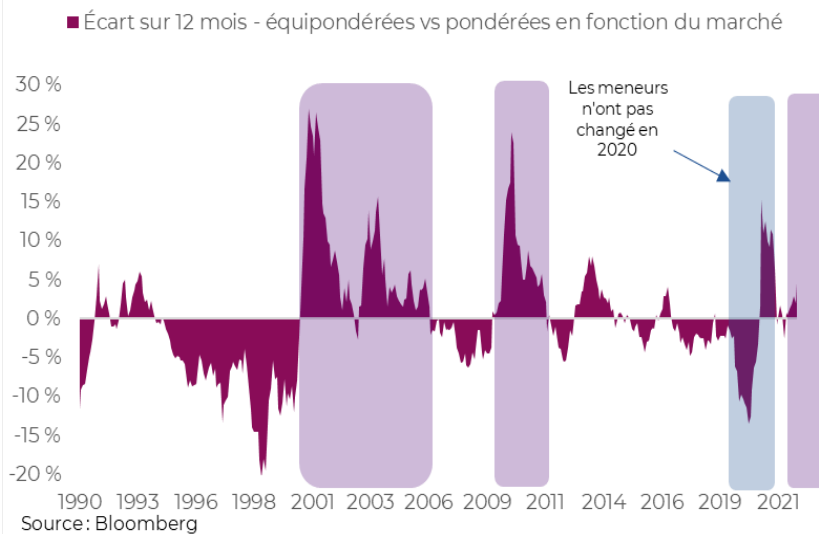
TOUTEFOIS, inutile de se précipiter, puisqu'à court terme les banques seront freinées par une récession/un ralentissement ou un risque lié à l'habitation. Actuellement, compte tenu de l'incertitude entourant les provisions pour pertes sur prêts, des éléments comme la marge nette d'intérêts offrent un certain soutien. À plus long terme, nous estimons que les banques pourraient offrir une meilleure performance au cours du prochain cycle.

vi. Pondérations factorielles réduites/égales

Le S&P 500 reste très concentré dans les titres dominants du dernier cycle. Cela pourrait devenir un problème durant le marché baissier et le prochain marché haussier si de nouveaux meneurs émergent. Les meilleurs titres des 10 dernières années ne devraient pas faire aussi bien au cours de la prochaine décennie. Un changement à la tête du marché est très fréquent au tournant d'un nouveau cycle. Les sociétés qui ont produit des rendements supérieurs dans les années 2010 (mégacapitalisations) montrent déjà des signes de sous-performance, tirant vers le bas les indices pondérés en fonction du marché. C'est ce qui explique la performance supérieure des indices équipondérés.

Au cours des 30 dernières années, la fin du cycle a été le meilleur moment pour passer à un portefeuille équipondéré. La difficulté, évidemment, c'est de déterminer avec précision ce point de bascule. Bien que nous n'encourageons pas les stratégies de synchronisation du marché, le choix du moment est important pour privilégier une pondération égale ou en fonction du marché. Pendant longtemps, soit depuis 1990, le choix entre un portefeuille équipondéré ou pondéré en fonction du marché n'avait pas vraiment d'importance. À titre d'exemple, l'indice équipondéré S&P 500 a rapporté un rendement annualisé de 9,7 %, contre 9,9 % pour sa version pondérée en fonction du marché. La différence est minime, mais sur ce graphique à long terme, on note quelques épisodes où les portefeuilles équipondérés ont offert une meilleure performance.

Changement à la tête du marché



Durant la bulle des technos de 2000, les stratégies équipondérées ont largement dominé en raison de la concentration de l'indice dans la technologie. Un changement de domination est ensuite survenu et des secteurs comme l'énergie, les matériaux et les services aux collectivités sont devenus les plus performants de l'indice. Le moment le plus propice pour passer à une stratégie équipondérée dans ce scénario s'est produit au plus fort du marché haussier, mais l'ajout d'une stratégie équipondérée durant la correction aurait été tout aussi bénéfique. La correction liée au risque de concentration n'a pas été aussi importante en 2008 qu'en 2000. Toutefois, après le creux de 2008, les stratégies équipondérées ont continué de dominer jusqu'en 2011. Ce qui nous mène à aujourd'hui et aux années à venir. Déjà, ces stratégies ont produit des rendements supérieurs après le sommet du marché au début de 2022.

En faisant la comparaison avec le risque de concentration qui existait en 2000, les stratégies équipondérées pourraient avoir de nombreuses belles années devant elles. Si cette performance supérieure ressemble à celle des années 2000 et 2006, les conséquences pour les portefeuilles pourraient être importantes. La performance supérieure des stratégies pondérées en fonction de la capitalisation boursière jusqu'au présent marché baissier a été moins marquée qu'en 2000, mais le cycle de capitalisation s'était prolongé pendant les années 2010. La thèse en faveur des stratégies équipondérées reste solide et la préférence moins marquée pour les titres à mégacapitalisation procure une exposition plus équilibrée aux investisseurs, qui devrait être récompensée durant les prochains épisodes de tension sur les marchés.

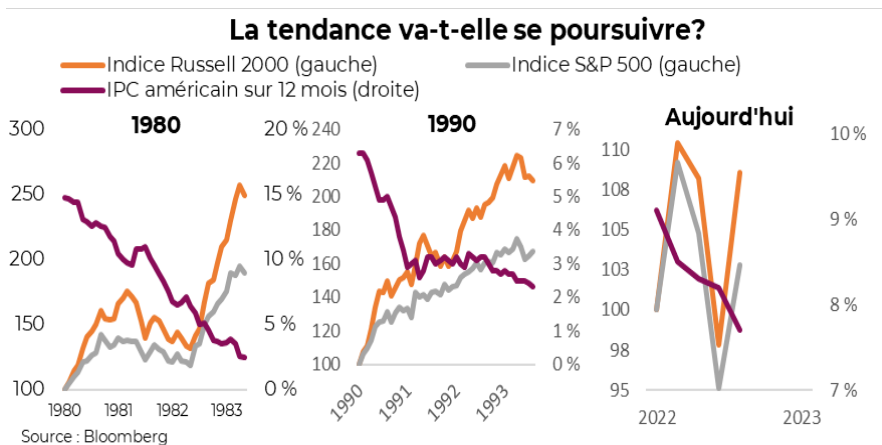
Petites capitalisations – Toujours dans le contexte où les prochains meneurs du marché ne sont pas encore connus, au début d'un cycle haussier il a toujours été plus profitable pour les portefeuilles de privilégier les titres à petite capitalisation. Les conditions semblent plus favorables que défavorables pour les petites sociétés lorsque le prochain cycle haussier s'amorcera. Toutefois, le choix du moment sera très déterminant.

Fortes baisses et fortes hausses – L'une des raisons pour lesquelles les titres à petite capitalisation ont tendance à dominer au début d'un cycle haussier, c'est leur performance désastreuse durant le marché baissier. Cela n'a pas été le cas jusqu'ici dans ce marché baissier parce qu'il a été causé par l'inflation. Si une récession devait survenir, les titres à petite capitalisation risquent de pâtir davantage, par conséquent à ce stade-ci il est difficile de savoir quand on devrait leur faire plus de place.

Concentration – Comme pour la thèse en faveur des portefeuilles équipondérés, ne sachant pas qui seront les prochains meneurs, réduire l'exposition aux anciens meneurs reste la meilleure stratégie. Ces anciens meneurs étant les sociétés à mégacapitalisation, par définition elles ne font pas partie de l'univers des titres à petite capitalisation.

Inflation – Les titres à petite capitalisation auraient tendance à produire des rendements supérieurs lorsque l'inflation commence à redescendre. Si on se réfère aux périodes d'inflation des années 1980 et 1990, il y a eu deux épisodes où l'inflation a dépassé 6 % pour ensuite redescendre. Au cours de ces deux épisodes de ralentissement de l'inflation, les actions américaines à petite capitalisation ont devancé les titres à grande capitalisation par une bonne marge.

Nous ne disposons pas de données suffisantes pour savoir exactement où nous nous trouvons dans le cycle inflationniste actuel. Par contre, l'inflation a légèrement diminué par rapport à son sommet il y a quelques mois et, à ce moment-là, l'indice Russell 2000 a surpassé le S&P 500. Mais encore une fois, il s'agit d'un très petit échantillon. Reste la partie la plus facile, à savoir déterminer si l'inflation a véritablement plafonné ou si de nouvelles hausses sont à prévoir.



Tout n'est pas encore joué cependant. Si une récession survient en 2023 ou si la croissance des bénéfices continue simplement de ralentir, les titres à petite capitalisation risquent d'en souffrir, selon les données historiques. De plus, dans le passé, leur sous-performance durant un marché baissier a été plutôt inégale. Les gains seront-ils aussi appréciables sans repli?

En ce moment, nous sommes plus à l'aise avec notre thèse en faveur d'une stratégie équilibrée, mais disons que notre intérêt pour les titres à petite capitalisation grandit. Une fois que nous serons plus convaincus que le creux a été atteint et qu'un nouveau cycle s'est amorcé, nous serons plus enclins à y investir.

vii. Monnaie – pas le \$ US

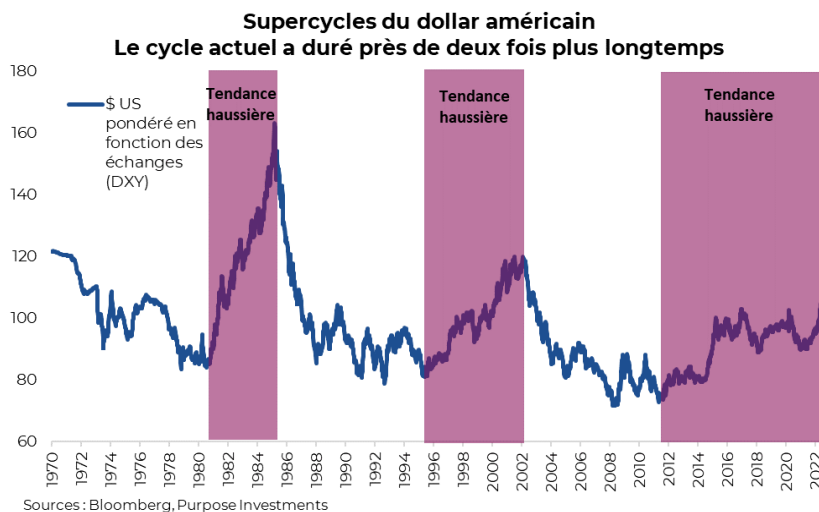
Être du bon côté des cycles à long terme sur les marchés des changes peut être très profitable. Comme n'importe quel autre marché, le marché des changes évolue selon son propre cycle, incluant des supercycles qui peuvent se prolonger. Les deux derniers supercycles ont duré en moyenne six ans, alors que le cycle actuel est maintenant dans sa onzième année, ce qui est assez impressionnant. Après avoir touché un creux en 2008, l'indice de référence général du dollar américain (DXY) s'est consolidé pendant quelques années et depuis 2011, il a augmenté de 57 %. Il a traversé plusieurs cycles plus courts, mais il a constamment établi de nouvelles marques à la hausse comme à la baisse, ce qui est caractéristique d'un marché tendanciel solide.

Ces conditions favorables ont rehaussé les rendements d'un marché boursier déjà très performant et, comme nous l'avons déjà dit, être du bon côté du cycle du marché des changes peut améliorer la performance. Par exemple, si un investisseur canadien avait investi dans un FNB S&P 500 non couvert il y a 10 ans, il aurait enregistré des gains de 362 %, contre 243 % dans le cas de la version non couverte. C'est une différence considérable qui illustre à quel point la monnaie est aussi une considération importante pour les investisseurs en actions.

Facteurs à l'origine des tendances haussières et baissières

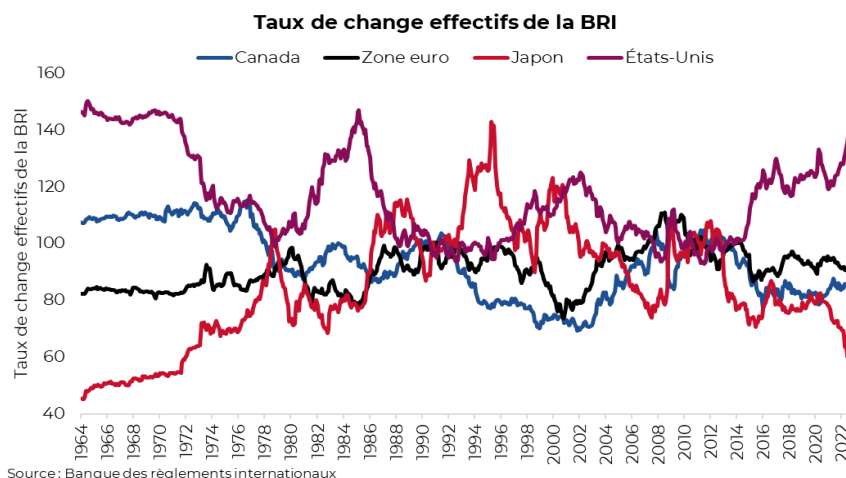
| Caractéristiques des tendances baissières du dollar | Caractéristiques des tendances haussières du dollar |
|--|--|
| - Diminution de l'avantage relatif du \$ US lié aux taux d'intérêt | - Augmentation de l'avantage relatif du \$ US lié aux taux d'intérêt |
| - Plus forte croissance dans le reste du monde | - Croissance intérieure plus solide que dans le reste du monde |
| - Faible volatilité du marché | - Augmentation des risques géopolitiques |
| - L'argent est investi ailleurs dans le monde | - Forte volatilité du marché favorisant les valeurs refuges |

Le changement est en cours – Après la forte poussée de cette année, nous doutons que le cycle actuel du marché des changes puisse se maintenir durant le prochain marché haussier. La tendance à la hausse du dollar américain s'étire par rapport aux cycles précédents, mais il serait simpliste de prétendre qu'elle a trop duré. Dans le tableau ci-dessus, nous avons essayé de simplifier les conditions qui contribuent aux tendances haussières et baissières cycliques du dollar américain. Au cours des dernières années en particulier, presque toutes les conditions haussières pour le billet vert ont été réunies; toutefois, cela pourrait changer durant le prochain marché haussier.



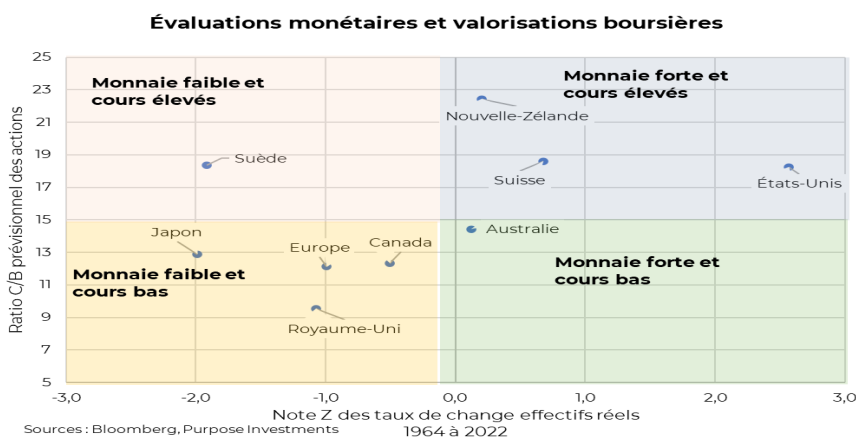
Les points de départ sont importants – Il y a différentes façons d'évaluer si une monnaie est surévaluée ou sous-évaluée. La parité du pouvoir d'achat en est une, mais les conditions inflationnistes actuelles et la crise énergétique en Europe ont rendu ce modèle plus volatil, en particulier pour l'euro. Il y a aussi l'indice Big Mac, mais il n'est pas très suivi, sauf pour les amateurs de restauration rapide. La Banque des règlements internationaux a mis au point un excellent modèle qui mesure les évaluations relatives des monnaies en remontant jusqu'aux années 1960. Selon le modèle du taux de change effectif réel de la Banque des règlements internationaux, **le dollar américain est plus cher en ce moment qu'il ne l'a jamais été au cours des 51 dernières années, à l'exception de deux périodes.** Soutenu par la demande pour les valeurs refuges et d'importantes opérations de portage, le dollar est à seulement 5 % du niveau où il avait culminé en 1985, comme on peut le voir sur le graphique de droite.

Pourquoi c'est important – Comme le dollar américain est cher d'un point de vue historique, les monnaies qui sont dévaluées méritent d'être considérées. La performance des marchés boursiers des pays dont les monnaies sont largement surévaluées peut être très décevante, alors qu'elle peut être très solide dans les pays où les monnaies sont affaiblies. La faiblesse de la monnaie peut favoriser les entreprises nationales dont les coûts sont libellés dans la monnaie du pays, mais qui exportent leurs produits dans le reste du monde. L'effet sur la trajectoire de croissance d'une région ne se fait pas sentir du jour au lendemain; cela peut prendre quelques trimestres, voire quelques années, mais les résultats finissent par se matérialiser.



Ce graphique montre que les investisseurs ont deux façons de gagner ou de perdre. La zone représentée par les pays où la monnaie est faible et où les marchés boursiers sont bon marché est celle où l'on retrouve les occasions à long terme les plus singulières. Le dollar américain est surévalué, alors que l'Europe, le Japon et même le Canada, dans une certaine mesure, semblent avantageusement positionnés en raison de leur monnaie et de leurs marchés boursiers sous-évalués par rapport aux États-Unis.

La vitesse et la durée d'un déclin du dollar américain dépendra de nombreux facteurs : vitesse à laquelle l'inflation ralentit, entrée en récession des États-Unis, vitesse à laquelle les économies mondiales se rétablissent et évolution de la politique des banques centrales. Nous sommes toujours dans un marché baissier, et le dollar américain continue pour l'instant de jouer son rôle de monnaie refuge. Cependant, dans les conditions actuelles, le dollar américain pourrait bientôt plafonner. À terme, le dollar américain restera solide aussi longtemps que l'incertitude persistera et que les importantes opérations de portage seront maintenues. Ce changement n'arrivera pas du jour au lendemain et dépendra du ralentissement de l'inflation et du retour à un climat de saine propension au risque.



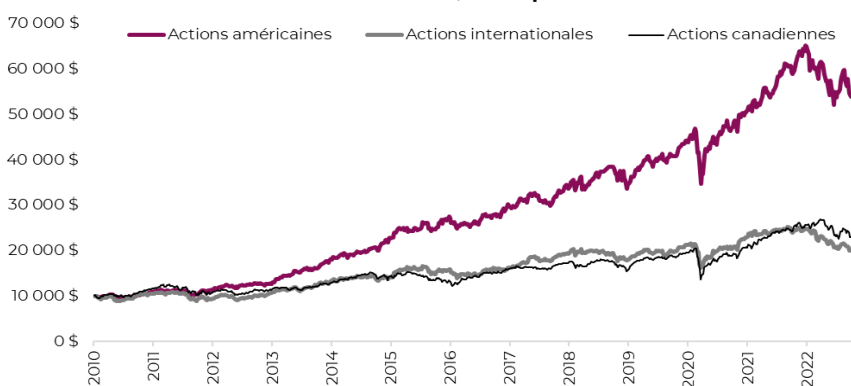
viii. Régions – la diversification revient à la mode

Ce n'est pas aussi simple, mais ça pourrait l'être. Dans les années 1980, les États-Unis ont perdu de leur lustre, tout comme le dollar américain (\$ US); pendant ce temps, les marchés internationaux tournaient à plein régime. Dans les années 1990, c'était au tour du marché américain et du \$ US de tourner à plein régime, alors que les autres marchés étaient à la traîne. Dans les années 2000, le marché américain pâtissait et le billet vert était affaibli, alors que le TSX et les marchés émergents dominaient largement. Au dernier marché haussier, durant les années 2010, les États-Unis avaient repris la tête et le dollar américain avait retrouvé de son lustre, alors que les autres marchés tiraient de l'arrière. Si ce modèle à long terme simple se répète, les années 2020 devraient favoriser les marchés internationaux et émergents et le marché américain et le billet vert devraient pâtir.

La diversification géographique a toujours été un principe de base de la construction de portefeuille. Malheureusement, au dernier cycle, on a plutôt assisté à une diversification géographique à outrance (« diworsification »). Une simple surpondération des actions américaines était la décision facile pour la répartition de l'actif des portefeuilles. Les titres technologiques américains à mégacapitalisation ont dominé le cycle et propulsé les rendements aux États-Unis bien au-dessus de ceux des placements canadiens et internationaux.

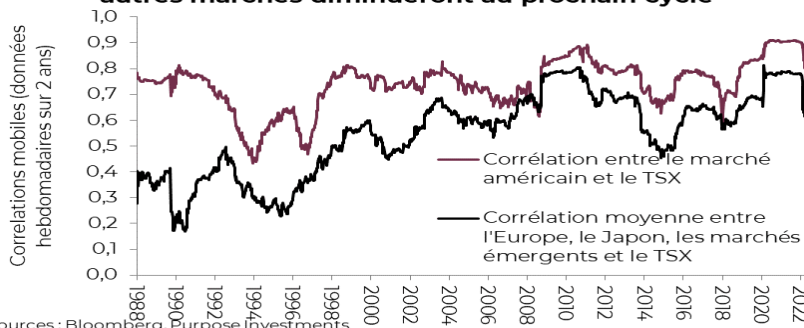
Outre la nette domination des marchés américains, le dernier cycle a été caractérisé par une période de croissance mondiale synchronisée soutenue qui a augmenté les corrélations mondiales et réduit les avantages de la diversification internationale. Les corrélations plus étroites ont réduit les avantages de la diversification, mais comme on le voit sur le graphique, les corrélations sont redescendues de leurs niveaux exceptionnellement élevés. Les corrélations diminuent toujours durant les marchés baissiers, mais il est bon de noter que les marchés internationaux sont toujours beaucoup moins corrélés au TSX qu'au S&P 500. De plus, si la croissance mondiale devient moins synchronisée et plus variable, les avantages de la diversification internationale devraient continuer d'augmenter.

Facile de déterminer le gagnant du dernier cycle
Rendement total de 10 000 \$CA depuis la fin de 2009



Sources : Bloomberg, Purpose Investments

Nous pensons que les corrélations entre le TSX et les autres marchés diminueront au prochain cycle



Sources : Bloomberg, Purpose Investments

Les investisseurs qui recherchent de la valeur ont l'embarras du choix

| | É.-U. | International | Canada |
|--------------------------------|-------|---------------|--------|
| Valeur d'entreprise | 2,7 | 1,6 | 2,8 |
| Ratio cours/flux de trésorerie | 13,3 | 6,7 | 8,4 |
| Ratio cours/valeur comptable | 4,0 | 1,6 | 1,9 |
| Ratio cours/bénéfice | 18,0 | 12,1 | 12,8 |

Sources : Bloomberg, Purpose Investments

Aucun pays ne peut dominer éternellement. L'économie mondiale continue d'évoluer, et bien que nous ne puissions prédire l'issue des guerres ou les décisions stratégiques des gouvernements étrangers, nous pouvons quantifier la valeur relative. Les marchés mondiaux sont nettement sous-évalués par rapport aux actions américaines selon différents paramètres. Comme les niveaux de valorisation sont déprimés, la probabilité d'un certain « rattrapage » au cours du prochain cycle haussier donne à penser qu'une exposition aux marchés internationaux pourrait permettre aux investisseurs de profiter d'une remontée plus rapide par rapport à des portefeuilles moins diversifiés.

Pour le prochain cycle, nous anticipons une période de croissance mondiale désynchronisée, qui ne devrait qu'accroître les avantages de la diversification géographique. En raison des foyers d'inflation persistante, les politiques monétaires accommodantes seront moins bien coordonnées dans le monde, ce qui pourrait se traduire par une plus grande disparité dans la performance des pays.

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

Avis juridiques

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.