



Équipe Marchand Filiatrault de RBC Dominion valeurs mobilières

JANVIER 2023

Le point sur les marchés

Jean Marchand, CPA, FCSI

Gestionnaire de portefeuille et
conseiller en patrimoine principal
jean.marchand@rbc.com
450-686-3325

Patrice Filiatrault, CFA

Gestionnaire de portefeuille principal
patrice.filiatrault@rbc.com
450-686-4207

Mario St-Amant, B.A.A.

Conseiller associé en patrimoine
mario.st-amant@rbc.com
450-686-4204

Philippe Ouellette, B.A.A., CIM, FCSI

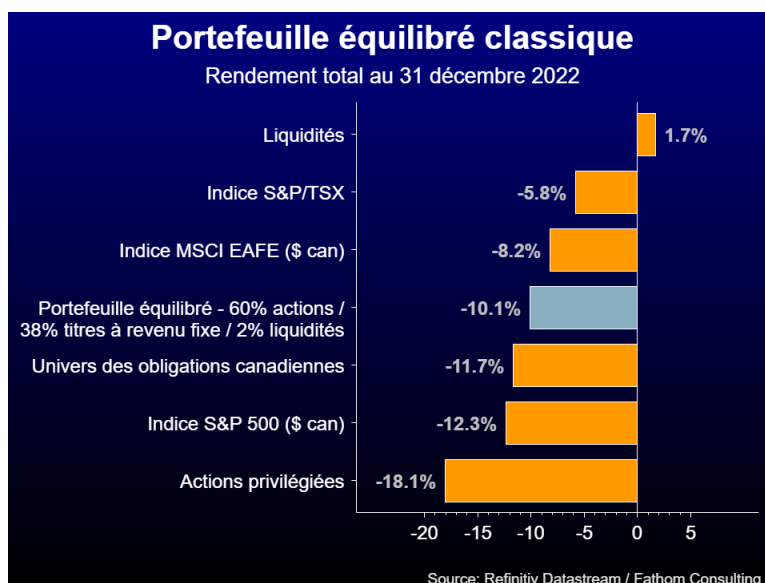
Gestionnaire de portefeuille associé
philippe.ouellette@rbc.com
450-686-3485

545, Promenade du Centropolis
Bureau 200
Laval, Québec H7T 0A3

www.equipemarchandfiliatrault.com

Les investisseurs et les consommateurs n'oublieront pas 2022 de sitôt. D'abord parce que l'invasion de l'Ukraine par la Russie a marqué les esprits et créé passablement d'incertitude, mais aussi parce que ce conflit a contribué à propulser l'inflation à son plus haut niveau depuis un peu plus de 40 ans. Face à cette inflation galopante, les banques centrales dans le monde se sont empressées de resserrer leurs politiques monétaires et les marchés financiers en ont payé le prix. Non seulement une hausse abrupte des taux d'intérêt freine l'activité économique et érode le potentiel de croissance des profits des entreprises, elle affecte également l'évaluation de tout actif qui génère des revenus y compris les actifs moins risqués comme les obligations. Comme on peut le voir dans le graphique 1 ci-dessous, un portefeuille équilibré traditionnel qui réplique la performance des indices de référence a connu une année difficile, l'une des pires de son histoire avec un rendement de -10,1%.

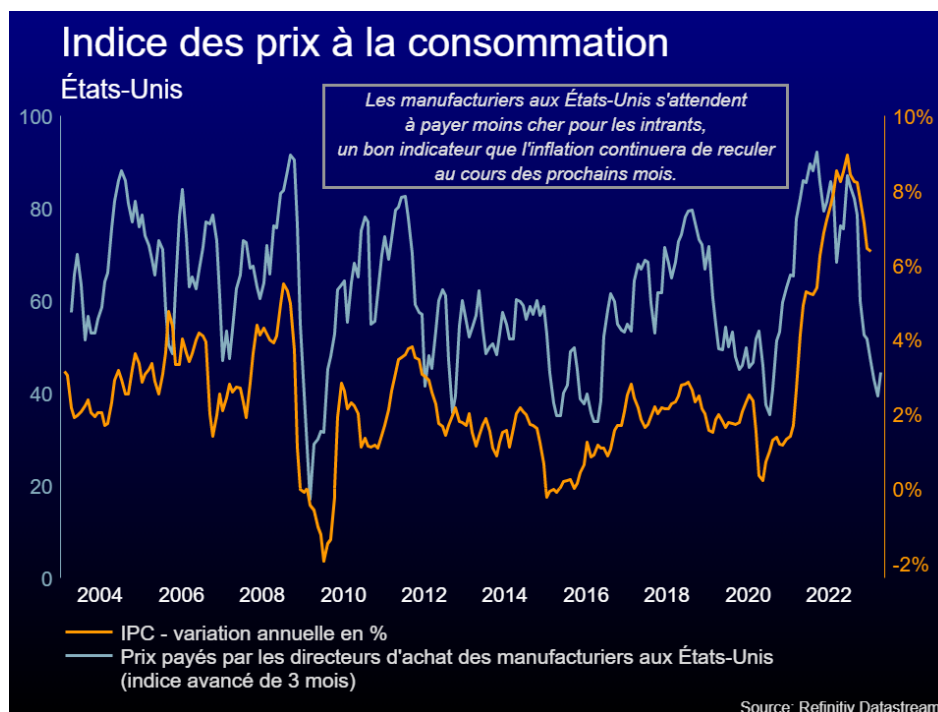
Graphique 1



Perspectives pour l'économie et les marchés financiers

Bien que l'inflation soit encore à un niveau élevé, la tendance est encourageante. Après avoir culminé à 9% aux États-Unis en juin, le taux d'inflation a depuis reculé de façon marquée et s'élevait à 6,4% en décembre 2022. Cette tendance baissière de l'inflation pourrait se poursuivre en 2023 et plusieurs indicateurs le confirment. D'abord, les prix des matières premières ont beaucoup fléchi depuis le sommet atteint dans les semaines qui ont suivi le début de la guerre en Ukraine. Cette baisse des prix des matières premières a un effet bénéfique sur les coûts de fabrication des entreprises. Selon le sondage de l'ISM auprès des compagnies manufacturières américaines qui est illustré dans le [graphique 2](#), les directeurs des achats confirment que les pressions inflationnistes sur les prix payés pour les intrants se dissipent, un facteur qui devrait contribuer à alléger l'inflation pour les consommateurs.

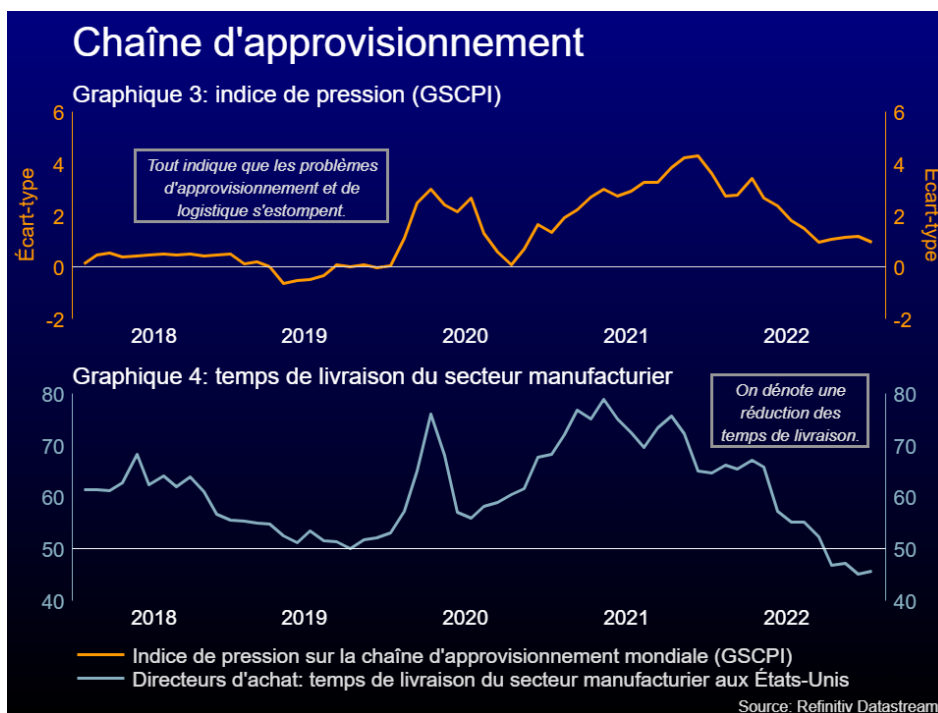
Graphique 2



Le retour d'une meilleure fluidité du commerce mondial après les bouleversements causés par la pandémie et la guerre en Ukraine est un autre facteur qui contribue à tirer le taux d'inflation vers le bas. Comme on peut le voir dans le [graphique 3](#) à la page suivante, l'indice de pression de la chaîne d'approvisionnement mondiale compilé par la Réserve fédérale de New York indique que les divers problèmes de logistique s'estompent. Cette normalisation des rouages de l'économie mondiale est bénéfique à plusieurs égards. Les coûts de transport sont en forte baisse, la pénurie de certains produits et composants se résorbe et le temps de livraison du secteur manufacturier s'améliore comme on peut l'observer dans le [graphique 4](#) sur la page suivante. Avec l'abandon graduel par la Chine de sa politique zéro COVID, les pressions sur la chaîne d'approvisionnement devraient continuer de s'apaiser à moyen terme.

Au-delà du prix des matières premières et de la meilleure fluidité de la chaîne d'approvisionnement, il faut noter que les prix de plusieurs produits et services aux États-Unis ont aussi beaucoup reculé depuis quelques trimestres, notamment la gazoline, le prix des voitures usagées ainsi que plusieurs autres biens de consommation. La réouverture des économies a permis aux consommateurs de diriger une plus grande part de leur budget vers les services au détriment des biens, de sorte que certains produits qui étaient en forte demande pendant la pandémie se retrouvent maintenant en surplus d'inventaire. Un meilleur équilibre du budget des consommateurs entre les services et les biens durables sera bénéfique pour les prix en général.

Graphiques 3 et 4

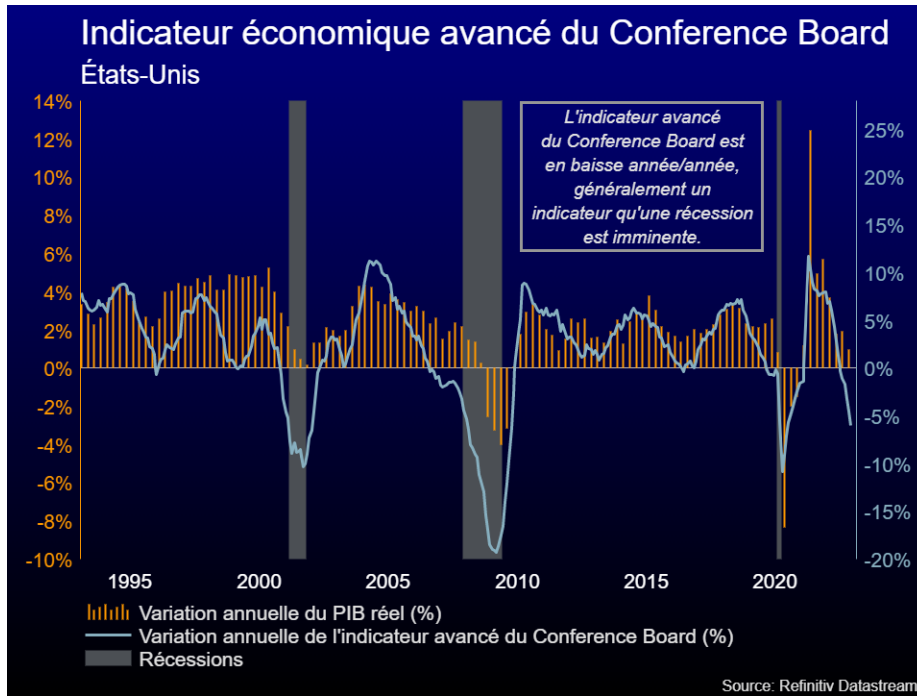


Finalement, il est intéressant de noter que le coût du logement, la composante la plus importante de l'indice américain des prix à la consommation (IPC), affiche toujours une forte augmentation année sur année malgré le fait que le prix moyen des maisons aux États-Unis est en baisse depuis juillet 2022. Le calcul du coût du logement est complexe et sa mécanique fait en sorte que cette composante tarde à refléter la situation réelle sur le terrain. Plusieurs experts croient que cette importante composante de l'inflation est sur le point de fléchir et de progressivement contribuer au recul global de l'inflation en 2023.

Pour combattre les pressions inflationnistes qui se sont accentuées suite à l'invasion de l'Ukraine, la Réserve fédérale a rapidement rehaussé les taux. Depuis le 16 mars 2022 elle a augmenté son taux directeur à 8 reprises pour une hausse cumulative à ce jour de 4,50%. Ce resserrement important des conditions de crédit est probablement l'un des plus agressifs de l'histoire de la banque centrale américaine. Et c'est sans compter qu'elle continue en parallèle de réduire son bilan en liquidant une partie de son inventaire d'obligations gouvernementales (resserrement quantitatif). Cependant, avec les pressions inflationnistes qui s'estompent, les investisseurs sont de plus en plus convaincus que le moment est proche où la Réserve fédérale décidera de prendre une pause afin d'évaluer l'impact de son action sur la conjoncture économique, un scénario tout à fait plausible. C'est d'ailleurs selon cette logique que la Banque du Canada a annoncé une trêve lors de sa décision la plus récente le 25 janvier dernier. Ensemble, l'embellie sur le plan de l'inflation et l'espoir que le cycle de resserrement monétaire achève expliquent en grande partie la meilleure performance du marché des actions et des obligations au cours des derniers mois de 2022 et en ce début de 2023.

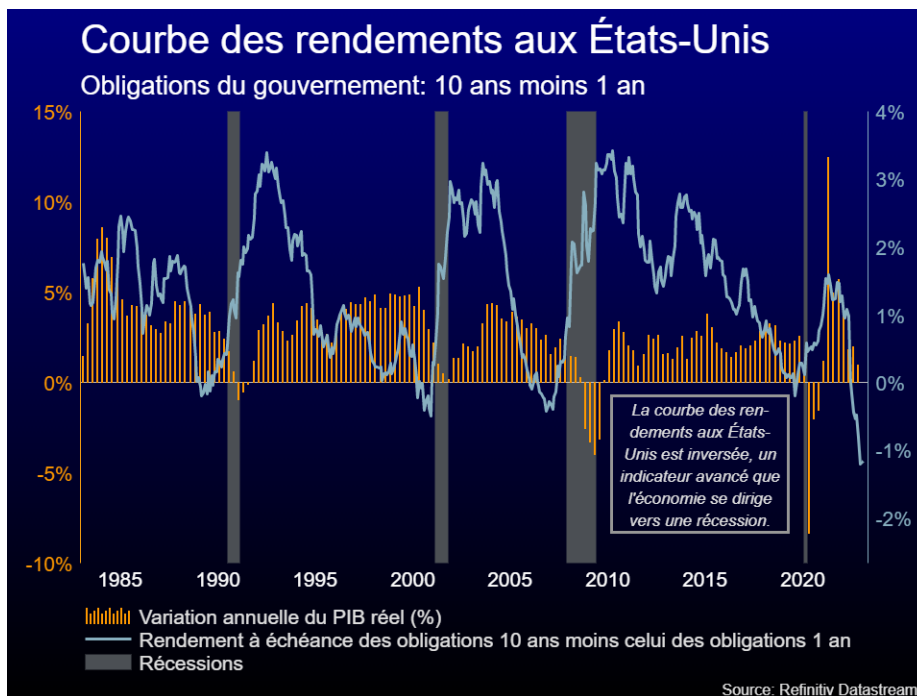
Alors que les craintes liées à l'inflation et aux actions de la Réserve fédérale diminuent, les investisseurs ont maintenant tourné leur attention sur les risques de récession et les conséquences pour la profitabilité des entreprises. Rappelons que les effets du resserrement monétaire prendront un certain temps avant d'être pleinement ressentis dans l'ensemble de l'économie et d'ici quelques mois, nous aurons une meilleure lecture de l'ampleur du ralentissement économique causé par le sérieux coup de frein donné par les banques centrales. Déjà, la grande majorité des stratèges et des économistes s'attendent à une courte récession de faible amplitude plus tard en 2023. Plusieurs indicateurs économiques avancés confirment ce point de vue. Par exemple, comme l'illustre le [graphique 5](#) à la page suivante, l'indicateur économique avancé du Conference Board aux États-Unis est maintenant clairement en baisse année sur année. Historiquement lorsque cet indicateur affiche un recul par rapport à la même période de l'année précédente, l'économie américaine entre en récession au cours des mois qui suivent.

Graphique 5



La courbe des taux que l'on retrouve dans le [graphique 6](#) ci-dessous est un autre indicateur économique avancé très fiable que nous surveillons et qui montre qu'une récession pointe à l'horizon. En effet, une inversion de la courbe des rendements, c'est-à-dire le passage du taux des obligations du Trésor américain à 1 an au-dessus du taux à 10 ans, est généralement un indicateur que l'économie pourrait basculer en récession dans un avenir rapproché.

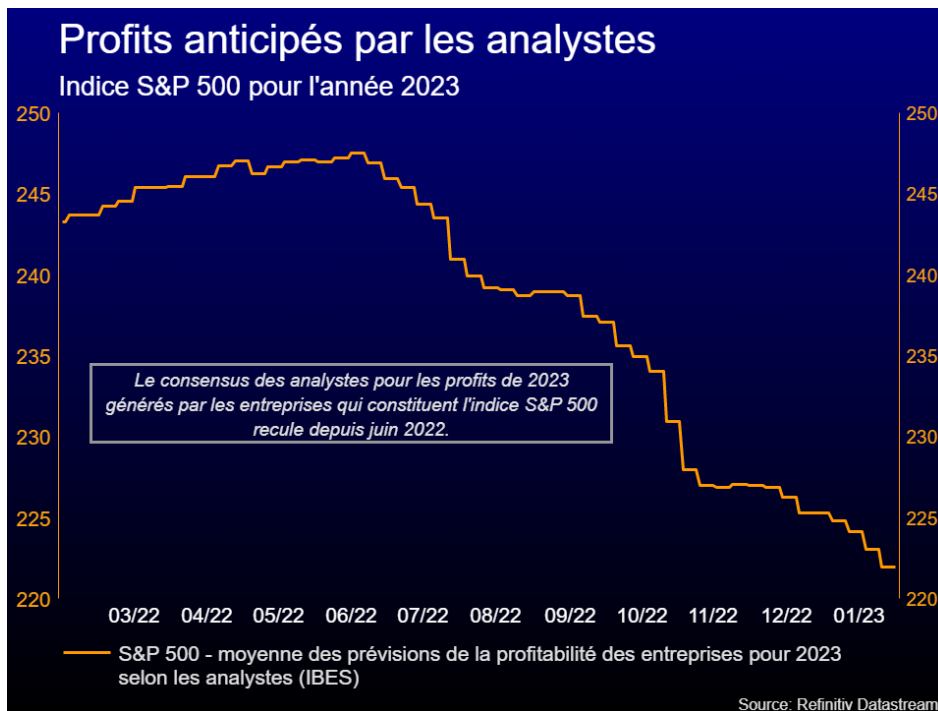
Graphique 6



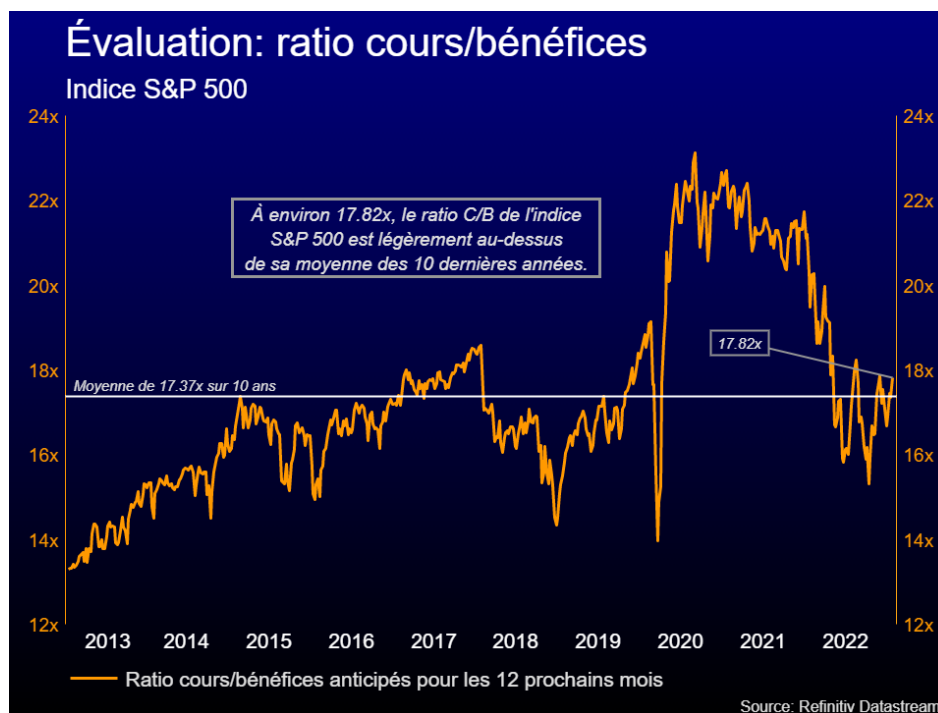
Ces deux indicateurs ne sont pas les seuls que nous surveillons. Plusieurs autres indicateurs avancés de l'activité économique sont en meilleure posture, notamment les indicateurs liés à l'emploi et aux flux de trésorerie des entreprises. Néanmoins, force est d'admettre que les perspectives économiques se sont dégradées avec la remontée rapide des taux d'intérêt depuis une année. Bien qu'un atterrissage en douceur soit encore possible aux États-Unis, la probabilité d'une courte récession de faible amplitude est maintenant le scénario le plus plausible. Heureusement, le scénario d'une sévère récession reste assez peu probable selon nous. En effet, le consommateur américain est en bonne santé financière, le marché de l'emploi reste relativement robuste et les corporations sont, pour l'instant, en excellente posture avec des marges de profits élevées et une bonne couverture du coût de financement de la dette. De plus, ailleurs dans le monde, l'abandon par la Chine de sa politique zéro COVID devrait stimuler l'activité économique de ce pays tandis que l'Europe semble mieux résister que prévu à la crise de l'énergie jusqu'à maintenant.

Dans une telle conjoncture où les perspectives de récession sont bien réelles, les risques sont évidemment plus grands pour les marchés financiers et plus particulièrement pour les marchés boursiers dont les cours sont supportés par le niveau de rentabilité des entreprises. Or, avec l'effet de levier, tant financier qu'opérationnel, même un léger recul de l'activité économique peut avoir un effet considérable sur les profits des corporations. Comme on peut le voir dans le [graphique 7](#) plus bas, les analystes continuent de revoir à la baisse leurs attentes de profits pour 2023 et nous croyons que cette tendance pourrait continuer au cours des prochains mois.

Graphique 7



Avec le fort rebond des bourses mondiales depuis le début de 2023, les évaluations des différents indices sont revenues plus près de leurs moyennes historiques. Aux États-Unis, l'indice S&P 500 se transige présentement à un ratio cours-bénéfices de 17,82x les profits anticipés des 12 prochains mois. Comme l'illustre le [graphique 8](#) dans le haut de la page suivante, l'évaluation du S&P 500 se retrouve même au-dessus de sa moyenne des 10 dernières années qui se situe à 17,37x. Dans un contexte de légère récession où les anticipations de profits pourraient continuer de reculer, le potentiel de rendement des actions nous semble donc limité à plus court terme et nous croyons que des opportunités se présenteront pour certains titres au cours des prochains trimestres alors que plusieurs compagnies pourraient revoir à la baisse leurs prévisions.

Graphique 8

Après une année 2022 difficile, nous croyons que le pire est passé pour le marché des titres à revenu fixe. En effet, les taux de rendement offerts par cette catégorie d'actif sont remontés à des niveaux beaucoup plus attrayants suite à la forte chute des prix en 2022. Après une longue période de taux d'intérêt très bas où les investisseurs cherchaient sans cesse des alternatives aux titres à revenu fixe et acceptaient de prendre davantage de risques, les rendements espérés sur les obligations de qualité sont maintenant plus intéressants. Nous croyons qu'avec l'inflation qui s'apaise, les principales banques centrales dans le monde pourront bientôt prendre une pause. Du moins, les prochaines décisions seront plus prévisibles et les variations de taux, le cas échéant, seront beaucoup plus progressives. Cet environnement plus calme aura pour effet de réduire la volatilité du marché obligataire. D'ailleurs, une normalisation de la volatilité est déjà en cours et cette accalmie augure bien pour le marché des titres à revenu fixe en première moitié de 2023.

La trajectoire de l'inflation restera un élément clé pour les obligations au cours de l'année 2023. Le rebond des derniers mois sera soutenable que si l'inflation continue sur sa tendance baissière, un scénario très plausible surtout dans le contexte actuel de ralentissement général de l'activité économique.

Gestion de portefeuille – performance

Au cours l'année 2022, les portefeuilles sous notre gouverne ont évidemment été affectés par le recul général des places boursières et du marché des titres à revenu fixe. Cependant, nos portefeuilles ont tout de même surperformé les indices de référence par une marge considérable. Plusieurs raisons expliquent cet écart de performance favorable. D'abord, du côté des titres à revenu fixe, la courte durée de notre portefeuille d'obligations a joué en notre faveur. En effet, dans un environnement de remontée des taux d'intérêt, les obligations dont les échéances sont à plus long terme souffrent davantage que celles dont les échéances sont plus courtes. Depuis déjà quelques années, les obligations nous apparaissaient peu attrayantes et nous avons donc préféré garder nos échéances plus courtes. De plus, nous avons favorisé les dépôts à terme et remplacé en partie les obligations par des solutions alternatives qui ont mieux performé. Pour ce qui est des actions privilégiées, la performance de ces titres a été plus difficile et défavorable à la performance globale des portefeuilles. Néanmoins, elles ont enregistré une solide performance depuis le début de l'année 2023 et les perspectives sont bonnes pour les prochains mois.

En ce qui a trait au fonds immobilier privé, la performance en 2022 a été excellente et de loin supérieure au marché obligataire. Les immeubles détenus par le fonds ont bénéficié de la réouverture de l'économie et de l'augmentation des loyers. Le faible niveau de dette et des échéances bien échelonnées sur plusieurs années ont limité l'impact de la remontée des taux d'intérêt sur le fonds. Finalement, du côté du fonds hypothécaire, les dernières liquidités seront complètement déployées au cours des prochaines semaines alors que les taux hypothécaires sont maintenant à des niveaux plus élevés.

Pour ce qui est de nos investissements en actions, nos titres ont relativement bien performé dans un contexte de baisse générale des places boursières. L'écart de performance favorable de nos actions s'explique en grande partie par la qualité des titres en portefeuille. En effet, avec des craintes grandissantes de récession, la solidité financière, la rentabilité et les avantages concurrentiels sont des attributs qui deviennent encore plus attrayants aux yeux des investisseurs. Il faut aussi noter que notre faible exposition aux secteurs plus spéculatifs, comme les nouvelles technologies, nous a bien servis. Les actions canadiennes ont particulièrement bien performé et ont devancé l'indice de référence. Bien que nos actions américaines et internationales aient reculé de façon plus prononcée que les actions canadiennes, elles ont quand même terminé l'année devant le S&P 500, notre indice de référence pour cette partie du portefeuille.

Gestion de portefeuille – changements

Face à une conjoncture économique qui se détériorait, nous avons graduellement réduit le risque et la volatilité des portefeuilles au cours de l'année 2022 ainsi qu'en janvier 2023. D'abord, sur l'aspect de la pondération des différentes classes d'actif, nous avons réduit le poids des actions et augmenté celui des liquidités. Malgré l'enthousiasme récent des investisseurs pour le marché des actions, nous croyons que les enjeux sont encore bien réels et que les prochains mois demeureront volatils. Au fur et à mesure que les entreprises dévoileront leurs résultats, il y aura sûrement quelques opportunités de racheter certains titres à des évaluations plus attrayantes.

Ensuite, nous avons également procédé à des changements à l'intérieur de chaque classe d'actif. Du côté des obligations, nous avons allongé notre durée en cours d'année et profité de la remontée importante des taux de rendement pour ajouter des obligations de qualité et à escompte qui bénéficient d'un traitement fiscal avantageux. Dans un scénario plus pessimiste où la conjoncture économique se détériore au-delà des anticipations, les obligations à plus long terme peuvent servir de contrepoids et ainsi réduire la volatilité globale du portefeuille. Nous croyons que le pire est derrière pour le marché des obligations et que 2023 devrait être à la fois plus profitable et moins volatile.

Du côté des actions, nous avons progressivement réduit le risque de notre portefeuille en mettant l'accent sur la qualité et en privilégiant les titres qui sont moins sensibles au rythme de croissance de l'économie. De plus, nous avons graduellement augmenté notre exposition aux titres de croissance. Ces compagnies, dont les perspectives d'expansion sont moins tributaires de l'économie, ont la capacité de croître même dans une conjoncture plus difficile. Afin de réduire l'exposition des portefeuilles au secteur des matières premières, nous avons liquidé une portion de nos investissements dans Canadian Natural Resources, un producteur de pétrole et gaz naturel, Teck Resources, un producteur de cuivre et de charbon, Nutrien, un producteur d'engrais, ainsi que le fonds indiciel Énergie aux États-Unis. De plus, nous avons éliminé CCL Industries, un fabricant de contenants et d'emballages ainsi que Dow, une compagnie dans le secteur de la pétrochimie. Dans le secteur industriel, nous avons réduit notre position dans WSP Global, Honeywell et Waste Connection après une forte progression de ces trois titres au cours des dernières années. D'autre part, nous avons initié une position dans le titre de Thomson Reuters et dans celui de Cargojet, une compagnie aérienne spécialisée dans les vols réguliers de marchandises. Dans le secteur des services financiers, nous avons éliminé Sun Life, Onex, Berkshire et réduit l'exposition à la banque Toronto-Dominion afin de financer une nouvelle position dans le titre de la banque de Montréal dont l'acquisition de Bank of the West est prometteuse à plus long terme. De plus, nous avons réduit JP Morgan Chase et augmenté notre exposition à US Bancorp. Enfin, toujours dans le secteur financier, nous avons vendu les actions de Brookfield Asset Management distribuées par la compagnie-mère Brookfield Corporation suite à une réorganisation du groupe. Dans le but d'augmenter la nature défensive du portefeuille, nous avons accru notre exposition à Telus dans le secteur des télécommunications et nous avons initié une nouvelle position dans la compagnie NextEra, un joueur important dans le secteur de l'énergie renouvelable qui offre d'excellentes perspectives de croissance. Du côté de l'immobilier, nous avons pris une posture plus prudente en remplaçant Allied Properties par la fiducie de revenu First Capital

Realty. Pour ce qui est du secteur de la santé, nous avons ajouté CVS Health au portefeuille et financé cet achat en réduisant notre pondération dans Johnson & Johnson et Stryker. Dans le secteur de la consommation, nous avons initié une position dans le titre de Costco et dans Magna, une compagnie qui œuvre dans le secteur de l'automobile. L'industrie se remet des problèmes d'approvisionnement causés par la pandémie et le conflit en Ukraine et nous croyons que Magna profitera du rattrapage dans la production de véhicules qui est nécessaire afin de satisfaire la demande inassouvie. De plus, nous avons réduit notre pondération dans Couche-tard après une excellente performance du titre. Finalement, dans le secteur de la technologie, nous avons initié une position dans Shopify et dans la société Roper, un développeur de logiciels et de produits à haute teneur technologique.

Au cours des dernières années, nous avons dirigé des fonds vers la catégorie des investissements alternatifs. À l'époque, l'objectif était de remplacer une partie des titres à revenu fixe qui offraient alors un potentiel de rendement très bas. Nous avons donc ajouté le fonds immobilier canadien de base RBC et le fonds d'hypothèques commerciales RBC à la plupart de nos mandats. Malgré la remontée des taux et le meilleur potentiel de rendement des obligations aujourd'hui, nous croyons que ces solutions alternatives de qualité demeurent attrayantes puisqu'elles apportent un élément de diversification important aux portefeuilles. L'année 2022 est un bon exemple du rôle que certains investissements alternatifs peuvent jouer. En effet, tout au long de l'année, la corrélation entre les actions et les obligations est demeurée élevée et les deux classes d'actif ont enregistré simultanément des rendements négatifs. Par contre, avec des rendements positifs en 2022, nos deux solutions alternatives ont non seulement progressé, elles ont aussi contribué à réduire la volatilité des portefeuilles. Au cours des prochaines années, les marchés financiers risquent de connaître encore des épisodes de corrélation élevée. En effet, avec un taux d'inflation qui pourrait se stabiliser à un niveau relativement plus élevé que par le passé, les projecteurs seront davantage tournés vers les politiques monétaires des banquiers centraux et les mouvements simultanés entre différentes classes d'actif pourraient être plus fréquents. Dans cette optique de diversification, nous étudions en ce moment la possibilité d'ajouter un fonds privé d'infrastructures aux portefeuilles pour compléter notre exposition actuelle aux investissements alternatifs. Bien entendu, comme pour l'immobilier et les hypothèques, il est essentiel que la stratégie du gestionnaire s'harmonise bien avec notre philosophie qui est axée sur la qualité des investissements. Contrairement aux fonds immobilier et hypothécaire déjà en portefeuille, nous croyons que le fonds d'infrastructures est davantage une alternative aux actions et la source de financement pour cet investissement proviendra fort probablement de cette portion du portefeuille. Pour terminer, rappelons que les investissements alternatifs privés sont peu liquides et requièrent un engagement à plus long terme. Il faut donc bien doser le poids de cette classe d'actif dans les portefeuilles. Mais selon nous, les investissements alternatifs constituent une catégorie d'actif attrayante et pourraient représenter jusqu'à 10% d'un portefeuille dont l'horizon de placement est à long terme.

En espérant que ce compte rendu de notre gestion vous ait été utile, nous vous invitons à communiquer avec nous pour toute question ou précision. Aussi, nous profitons de l'occasion pour vous remercier de votre confiance.



Gestion de patrimoine
Dominion valeurs mobilières

Les titres ou stratégies de placements mentionnés dans ce bulletin peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs ou portefeuilles. Les renseignements contenus dans ce bulletin ne constituent pas une recommandation à l'intention d'un investisseur en particulier ou d'un type d'investisseurs, et ils ne constituent pas une recommandation quant aux situations particulières d'un investisseur, d'un type d'investisseurs ou d'un portefeuille en particulier. Vous devriez consulter votre conseiller en placement avant de prendre une décision quant à un titre ou une stratégie de placement mentionné dans ce bulletin afin de déterminer si les titres ou stratégies de placements mentionnés s'appliquent à votre situation particulière. Ces renseignements ne remplacent pas les conseils professionnels de votre conseiller en placement. Le commentaire, les opinions et les conclusions, le cas échéant, qui figurent dans ce bulletin représentent le point de vue personnel et subjectif du conseiller en placement [précité], lequel n'agit pas à titre d'analyste et dont l'avis ne correspond pas forcément à celui de RBC Dominion valeurs mobilières Inc.

L'information contenue dans les présentes a été obtenue de sources considérées comme fiables au moment de leur obtention, mais ni RBC Dominion valeurs mobilières Inc. ni ses employés, agents ou fournisseurs d'information ne peuvent garantir son exactitude et son exhaustivité. Ce rapport ne constitue pas une offre de vente non plus que la sollicitation d'une offre d'achat de titres, et ne doit en aucune circonstance être interprété comme tel. Ce rapport est fourni sur la base d'une entente selon laquelle ni RBC Dominion valeurs mobilières Inc. ni ses employés, agents ou fournisseurs d'information n'assument quelque responsabilité ou obligation que ce soit à l'égard de celui-ci.

RBC Dominion valeurs mobilières Inc.* et la Banque Royale du Canada sont des entités juridiques distinctes et affiliées. *Membre-Fonds canadien de protection des épargnants. RBC Dominion valeurs mobilières Inc. est une société membre de RBC Gestion de patrimoine, unité d'exploitation de la Banque Royale du Canada. ©Marques déposées de la Banque Royale du Canada, utilisées sous licence. ©RBC Dominion valeurs mobilières Inc., 2023. Tous droits réservés.