



## Équipe Marchand Filiatrault de RBC Dominion valeurs mobilières

JUILLET 2022

# 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

Conseiller associé en patrimoine  
philippe.ouellette@rbc.com  
450-686-3485

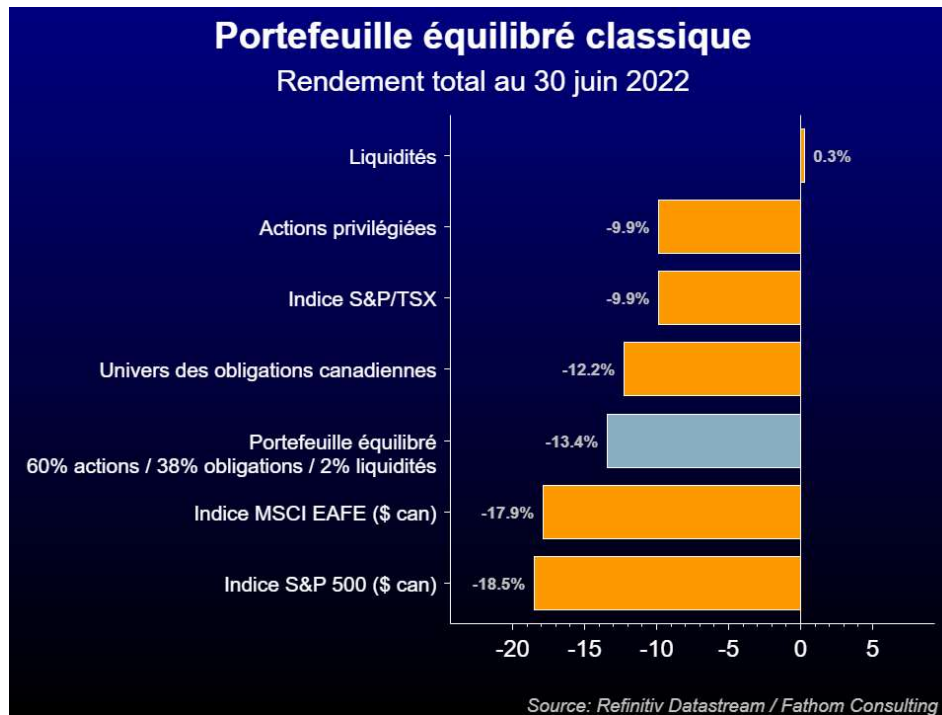
545, Promenade du Centropolis  
Bureau 200  
Laval, Québec H7T 0A3

[www.equipemarchandfiliatrault.com](http://www.equipemarchandfiliatrault.com)

Avant que l'invasion en Ukraine ne vienne brouiller les cartes, les perspectives économiques pour 2022 étaient encourageantes. En effet, le rythme de croisière de l'économie mondiale restait supérieur à son potentiel et la conjoncture semblait suffisamment robuste pour résister au resserrement graduel des politiques monétaires entamé par les principales banques centrales dans le monde. L'inflation élevée était une préoccupation, mais la normalisation post-pandémie des rouages de l'économie allait contribuer à réduire les pressions inflationnistes dans un horizon de temps assez court.

Le déclenchement de la guerre russo-ukrainienne est venu drastiquement changer les perspectives économiques d'autant plus que le conflit semble vouloir s'étirer dans le temps. L'impact de cette guerre s'est principalement fait sentir au niveau des prix des matières premières, notamment le pétrole et le gaz naturel, et l'inflation s'est par conséquent accélérée de façon marquée au cours des derniers mois. Face à une inflation galopante, les banques centrales ont réagi avec des augmentations importantes des taux d'intérêt et les investisseurs craignent maintenant qu'un resserrement abrupt du crédit pourrait éventuellement faire basculer l'économie en récession.

Cette conjoncture est particulièrement difficile pour les investisseurs depuis le début de l'année puisqu'ils écotent tant du côté des actions que du côté des obligations. D'une part, une récession éventuelle pourrait entraîner une détérioration des profits des entreprises, d'où le recul généralisé des indices boursiers, et d'autre part, la remontée rapide des taux d'intérêt pousse le prix des obligations vers le bas. Par conséquent, la période de 6 mois se terminant le 30 juin 2022 s'est avérée l'une des plus difficiles pour un portefeuille équilibré constitué d'actions, de titres à revenu fixe et de liquidités. Le graphique 1 à la page suivante montre la performance des différents éléments qui composent un portefeuille équilibré classique pour un investisseur canadien.

**Graphique 1**

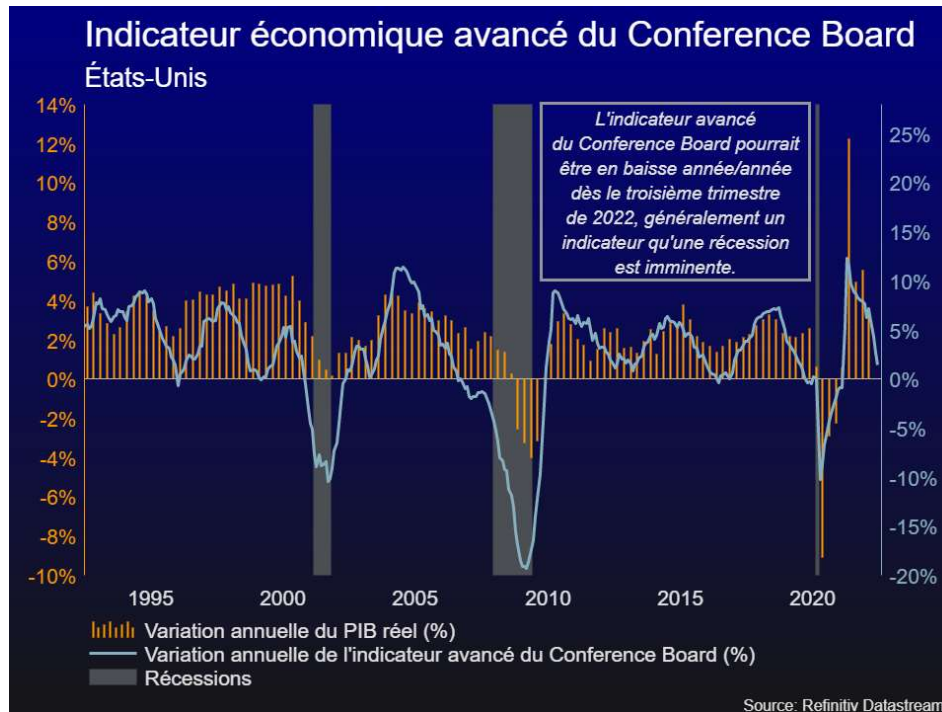
En se basant sur le rendement des indices de référence de chacune des classes d'actif, nous calculons qu'un portefeuille équilibré (répartition de 60% en actions canadiennes/américaines/internationales, 38% en titres à revenu fixe canadiens et 2% en liquidités) a généré un rendement global de -13.4% au 30 juin 2022. Il est à noter que la performance des portefeuilles équilibrés que nous gérons est bien supérieure à celle des indices de référence pour ce premier semestre de 2022. Nous reviendrons sur le sujet dans la section qui traite de la gestion de nos portefeuilles.

## Perspectives pour l'économie et les marchés financiers

Avec les pressions inflationnistes qui se sont accentuées suite à l'invasion de l'Ukraine, la Réserve fédérale a dû accélérer le resserrement de sa politique monétaire. Après une première augmentation de 0.25% le 16 mars, la banque centrale américaine a poursuivi avec une hausse de son taux directeur de 0.50% avant d'enchaîner avec deux hausses consécutives de 0.75% chacune lors de ses deux dernières rencontres. Les marchés financiers ont perçu dans ce resserrement accéléré de la politique monétaire un signe que la Réserve fédérale était en train de perdre sa bataille face à l'inflation et qu'elle allait devoir continuer d'augmenter les taux de façon importante et cela au risque de pousser l'économie vers la récession. Or ces craintes de ralentissement se confirment et nos différents indicateurs économiques montrent qu'il y a bel et bien une détérioration dans les perspectives de croissance.

Par exemple, comme l'illustre le graphique 2 à la page suivante, l'indicateur économique avancé du Conference Board aux États-Unis a perdu considérablement de terrain depuis quelques mois et si la tendance se maintient, l'indicateur pourrait être en baisse année sur année dès le troisième trimestre de 2022. 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. Il est cependant important de noter que cet indicateur s'est rapproché à plusieurs reprises du seuil de 0% de variation annuelle par le passé sans pour autant que l'économie se retrouve en récession.

## Graphique 2



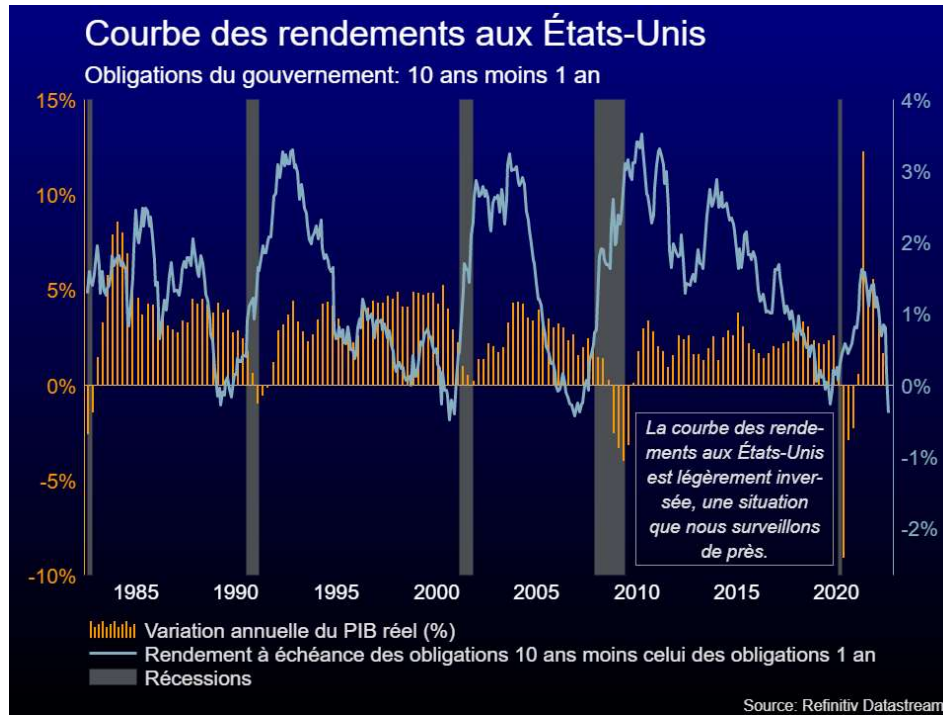
La courbe des taux que l'on retrouve dans le graphique 3 de la page suivante est un autre indicateur économique avancé fiable que nous surveillons et qui laisse présager un ralentissement de l'activité économique. Une inversion de la courbe de rendement, c'est-à-dire le passage du taux des obligations 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.

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 rapidement depuis quelques mois. Bien qu'un atterrissage en douceur soit encore possible aux États-Unis, les risques d'une courte récession de faible amplitude ont augmenté. Cependant, la probabilité d'une sévère récession reste assez faible selon nous. En effet, le consommateur américain est en bonne santé financière, le marché de l'emploi reste relativement robuste et les corporations sont en excellente posture avec des marges de profit élevées et une bonne couverture du coût de financement de la dette.

Pour ce qui est des indices boursiers, les perspectives économiques à elles seules ne suffisent pas pour établir un pronostic quant à leur trajectoire pour les prochains mois. Il faut aussi tenter de mesurer à quel point le niveau des indices reflète déjà le ralentissement économique en cours et les risques de récession. Cet exercice n'est jamais simple puisque chaque cycle économique a ses propres particularités et les comparaisons doivent donc se faire avec prudence. Lorsqu'on analyse les 13 dernières récessions aux États-Unis, on note que le recul moyen du marché de son point culminant au plus bas est de 32% et la médiane de ces 13 cycles de récession est -27%. Évidemment la dispersion des données est large. Lors de la crise financière des années 2008-2009, le S&P 500 a perdu 57% de sa valeur alors que la chute de l'indice phare américain n'a été que de 14% lors de la récession de 1960-1961. Par comparaison, le S&P 500 a reculé de 25% du plus haut au plus bas en 2022, un recul qui se rapproche de la moyenne et de la médiane pour les 13 dernières récessions. Sans vouloir minimiser l'impact qu'une récession peut avoir sur l'emploi, la profitabilité des entreprises et les marchés financiers, il faut rappeler qu'une telle conjoncture

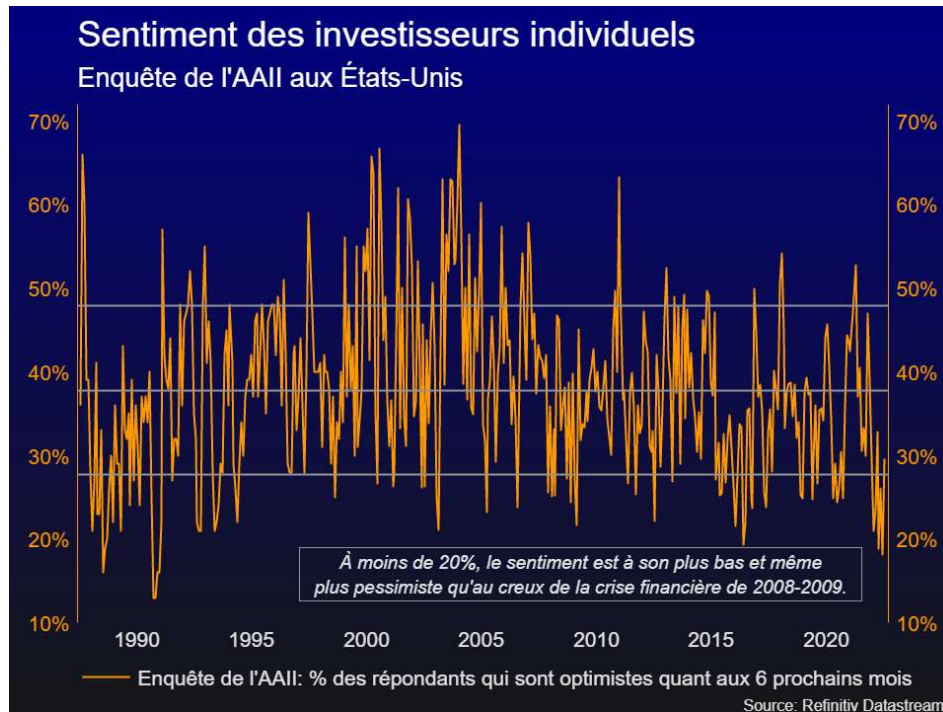
n'est pas nécessairement synonyme de crise financière. Il est tout à fait envisageable, dans l'éventualité où une récession devenait réalité, qu'elle soit de courte durée et de faible amplitude.

### Graphique 3



Bien que les probabilités d'un atterrissage en douceur aient grandement diminué, ce scénario reste encore plausible. Au cours de l'histoire, plusieurs événements, dont plusieurs conflits militaires, sont venus ébranler la confiance des investisseurs au point de faire craindre une récession sans pour autant qu'elle se réalise. Plus récemment, nous avons vécu de tels épisodes inquiétants comme la crise de la dette européenne en 2010, la décote de la dette américaine en 2011, l'effondrement du prix du pétrole en 2015 et la guerre commerciale entre la Chine et les États-Unis en 2018 alors qu'au même moment la Réserve fédérale resserrait sa politique monétaire. Durant ces épisodes d'incertitude face aux perspectives de croissance économique, l'indice S&P 500 a en moyenne perdu 17% de sa valeur, ce qui est bien en-deçà du recul de 25% que nous avons connu à un certain moment en 2022. Au risque de se répéter, il est délicat de tenter de tirer des conclusions en se basant sur des données historiques, mais l'exercice nous permet quand même d'affirmer que le recul important de l'indice S&P 500 cette année escompte déjà en bonne partie les risques de ralentissement, voire même les risques d'une légère récession.

Ce qui nous conforte dans cette affirmation est le niveau de pessimisme des investisseurs qui rarement dans l'histoire aura été aussi élevé. Que ce soit la guerre en Ukraine qui se prolonge, l'inflation qui persiste, la menace d'une récession ou les vagues de covid-19 qui s'enchaînent, les enjeux inquiétants pour les investisseurs ne manquent pas. Selon l'enquête de l'AAII aux États-Unis qui est menée auprès des investisseurs individuels, le sentiment est à son plus bas niveau depuis le début des années 90 et ce pessimisme est partagé par les investisseurs institutionnels dont les vues sont également très négatives. Comme on peut le voir dans le graphique 4 à la page suivante, le sentiment actuel est même plus bas que celui atteint lors de la crise financière de 2008-2009. Or historiquement, ces niveaux extrêmes de pessimisme sont un bon indicateur que les mauvaises nouvelles sont déjà escomptées et précèdent des rebonds pour le marché des actions (il est à noter que le S&P 500 vient de connaître deux très bonnes semaines avec un fort rebond).

**Graphique 4**

En ce qui a trait aux évaluations des marchés boursiers, elles ont fortement reculé. Par exemple, le ratio cours-bénéfice du S&P 500 est passé d'environ 21x au début de 2022 à 15.8x à son plus bas au mois de juin 2022. Après la forte remontée de l'indice américain au mois de juillet, le ratio cours-bénéfice s'élève maintenant à 17.1x, ce qui correspond à la moyenne des 10 dernières années. Pour ce qui est de notre indice canadien, le S&P/TSX, le cours-bénéfice est à 11.7x, ce qui est bien en-deçà de la moyenne des 10 dernières années qui s'élève à 15.1x. À première vue, ces évaluations semblent relativement attrayantes, mais il faut toutefois demeurer prudent. En effet, avec le ralentissement de la croissance économique, nous nous attendons à ce que les analystes réduisent leurs prévisions de bénéfices au cours des prochains mois. Bien que nous soyons encouragés par les résultats du deuxième trimestre, dont le dévoilement a débuté il y a environ 2 semaines, nous croyons que les anticipations de profits seront revues à la baisse. Par ailleurs, le très faible ratio cours-bénéfice du marché canadien s'explique par les prix élevés des matières premières qui sont venus gonfler les attentes de profitabilité du secteur des ressources, une situation qui n'est pas soutenable à plus long terme.

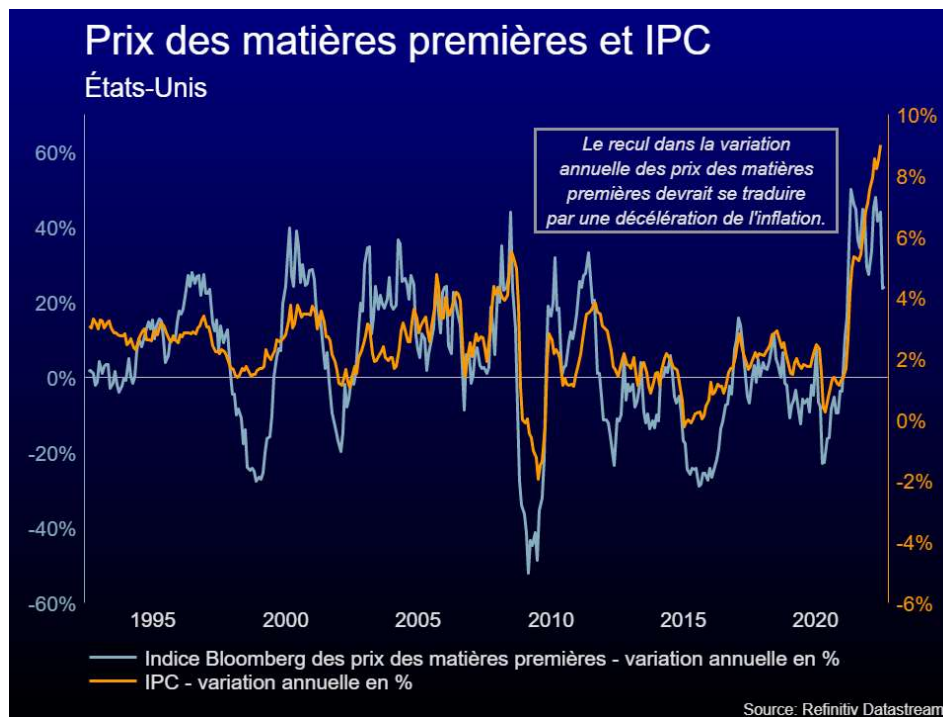
Finalement, il est important de mentionner que depuis quelques temps, nous dénotons un changement de leadership dans le marché des actions. Après avoir connu une période de surperformance en sortie de pandémie, les titres de valeur ont perdu du terrain par rapport aux titres de croissance depuis quelques temps. Ce phénomène de rotation s'explique par le ralentissement de l'activité économique qui défavorise les titres de valeur qui sont généralement beaucoup plus tributaire du rythme de croissance de l'économie.

Du côté des titres à revenu fixe, la correction du marché obligataire a été sévère depuis le début de l'année et fait en sorte que le prix des obligations nous apparait plus attrayant, du moins par rapport aux dernières années alors que les taux de rendement offerts étaient à leur plus bas. Comme pour les actions, il semble que le pire soit derrière pour le marché obligataire. Cependant plusieurs scénarios sont possibles. Dans un contexte où l'activité économique se détériorait de façon importante et que l'inflation était en fort repli, le marché obligataire performerait très bien. Cependant, ce serait plus problématique pour le marché obligataire si l'inflation persistait à des niveaux très élevés, ce qui ferait en sorte que les banques centrales doivent continuer leur

resserrement. Dans une telle conjoncture, les investisseurs exigeraient des rendements plus élevés et les prix des obligations pourraient poursuivre leur glissade. Les statistiques économiques qui seront dévoilées au cours des prochains mois nous permettront d'y voir plus clair.

À notre avis, la trajectoire de l'inflation sera l'élément clé tant pour les obligations que pour les actions au cours du deuxième semestre de 2022. Sans un apaisement du taux de croissance des prix à la consommation qui a atteint en juin son plus haut niveau en plus de 40 ans aux États-Unis, il est difficile d'imaginer un rebond soutenable pour les actions et une embellie pour le prix des obligations. Heureusement, tout indique que l'inflation a peut-être atteint son point culminant en juin 2022 et les économistes s'attendent à un recul significatif d'ici la fin de l'année. En effet, les prix des matières premières ont beaucoup reculé depuis le mois de mars et une telle baisse devrait éventuellement calmer les pressions sur les prix des biens de consommation. Comme l'illustre le graphique 5, il y a historiquement une forte corrélation entre l'inflation et le prix des matières premières et la tendance récente est encourageante.

### Graphique 5



Au-delà du prix des matières premières, il faut noter que les prix de plusieurs produits et services aux États-Unis ont aussi beaucoup reculé récemment, notamment le prix de la gasoline, le coût de transport des marchandises, 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 détaillants se retrouvent avec des surplus d'inventaire pour plusieurs articles qui étaient en forte demande pendant la pandémie. Comme nous avons pu le constater au cours des dernières semaines, le géant Wal-Mart et plusieurs autres détaillants doivent liquider des surplus d'inventaire à prix réduits. Le retour vers un environnement normal devrait contribuer à rééquilibrer le budget des consommateurs entre les services et les biens durables avec des effets bénéfiques pour les prix en général. Finalement, à la lumière des commentaires des entreprises lors du dévoilement de leurs résultats, les problèmes d'approvisionnement causés par la pandémie se résorbent graduellement et les effets sur les coûts des entreprises devraient s'apaiser.

## Gestion de portefeuille

Au cours du premier semestre de 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 apparaissent peu attrayantes et nous avons donc préféré garder nos échéances à plus court terme. De plus, nous avons favorisé les dépôts à terme, les actions privilégiées et nous avons investi dans des solutions alternatives du côté immobilier et hypothécaire. Pour ce qui est des actions privilégiées, la performance de ces titres a été plus difficile et défavorable à la performance globale des portefeuilles. En ce qui a trait au fonds immobilier privé, la performance depuis le début de l'année est 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 liquidités sont en phase de déploiement et nous pourrions commenter davantage plus tard cette année.

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 profitabilité 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 le semestre devant le S&P 500, notre indice de référence pour cette partie du portefeuille.

Face aux risques grandissants de voir l'économie basculer en récession, nous avons apporté quelques changements aux portefeuilles. Du côté des obligations, nous avons décidé d'allonger notre durée et profiter de la remontée importante des taux de rendement depuis le début de l'année 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. Du côté des actions, nous avons décidé de réduire le risque de notre portefeuille. Dans un contexte de ralentissement de la croissance économique, nous avons cru qu'il était prudent de diminuer notre exposition au secteur des matières premières. Ainsi, nous avons réduit à bons prix 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 indicial Énergie aux États-Unis. De plus, nous avons éliminé CCL Industries, un manufacturier de contenants et d'emballages. Dans le secteur industriel, nous avons réduit notre position dans WSP Global après une performance exceptionnelle du titre au cours des dernières années. Dans le secteur des services financiers, nous avons éliminé Sun Life 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. Dans un environnement où l'activité économique ralentit, les titres de croissance sont généralement favorisés et nous croyons qu'ils pourraient reprendre le leadership. Ces compagnies, dont les perspectives d'expansion sont moins tributaires de l'économie, ont une meilleure capacité de croître dans une conjoncture plus difficile. Nous avons donc initié trois nouveaux investissements dans les actions de Costco, Thomson Reuters et Cargojet. Ces trois compagnies de qualité ont d'excellentes perspectives de croissance à long terme et nous avons profité de la faiblesse de leur cours pour établir de nouvelles positions. Finalement, nous avons initié une position dans Magna qui œuvre dans le secteur de l'automobile. Toute l'industrie a souffert des problèmes d'approvisionnement et du conflit entre la Russie et l'Ukraine. Non seulement Magna profitera du rattrapage dans la production de voitures qui est nécessaire afin de satisfaire la demande inassouvie, nous croyons que cette société est bien positionnée technologiquement pour concurrencer ses pairs au cours des prochaines années.

Pour terminer, il est important de rappeler que dans une conjoncture aussi incertaine, plusieurs scénarios sont plausibles et les conséquences pour les marchés financiers peuvent varier grandement d'un scénario à l'autre. Les données économiques qui seront dévoilées au cours des prochains mois nous permettront de faire un état des lieux plus éclairé. À la lumière de toute nouvelle information, nous continuerons d'évaluer le potentiel ainsi que les risques pour chaque classe d'actif afin d'apporter les ajustements appropriés le cas échéant.

Nous profitons de l'occasion pour vous remercier de votre confiance et vous souhaitons une belle fin d'été.



**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., 2020. Tous droits réservés.