

7 janvier 2019

Stratégie d'investissement

Aider les investisseurs à
atteindre leurs objectifs
financiers à long terme

**RICHARDSON
GMP**

Un lendemain de fête difficile

Craig Basinger, Chris Kerlow, Derek Benedet, Alexander W. Tjiang

Résumé

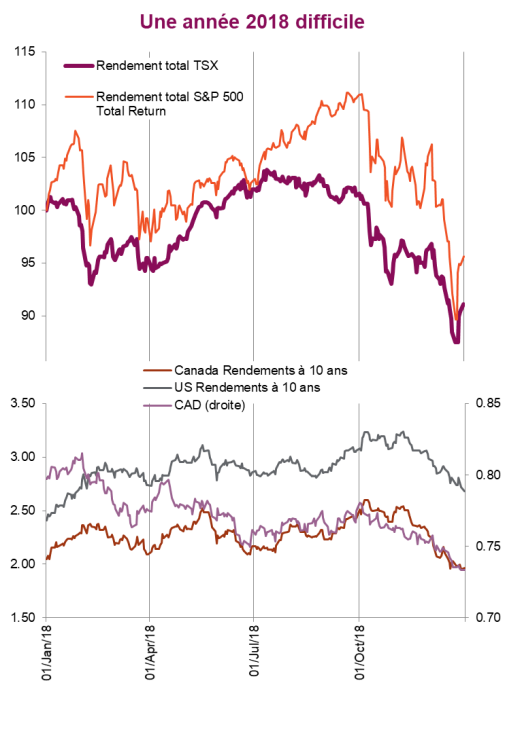
- I. **Récapitulatif 2018 : une année difficile**
- II. **Perspectives sur les marchés pour 2019 et au-delà**
- III. **Dollar canadien**

Récapitulatif 2018 : une année qui se termine mal

En atteignant de nouveaux sommets et des corrections à répétition, l'année 2018 nous a offert un joli tour de montagnes russes. Malheureusement, l'année s'est terminée loin des sommets. Ces deux corrections ont d'abord été amorcées en réaction à la hausse des rendements obligataires, mais la correction qui s'est emparée des marchés mondiaux pour l'ensemble du quatrième trimestre a remis en question l'orientation future de la croissance économique mondiale.

Alors que nous terminons l'année, à peu près tous les grands marchés boursiers sont en baisse. Bon nombre d'entre eux se situent dans une fourchette de 10 à 20 %. Par conséquent, les valorisations sont les plus attrayantes que nous ayons eues depuis des années sur de nombreux marchés. La croissance économique mondiale s'est quelque peu ralentie, les rendements obligataires ont reculé et les prix des matières premières ont chuté. Il convient de noter la chute des prix du pétrole à moins de 50 \$ après avoir passé une bonne partie de l'année dans la fourchette des 60 à 70 \$ le baril.

La question la plus importante aujourd'hui est de savoir s'il ne s'agit que d'une chute de tension passagère ou de l'entrée dans un marché baissier. Compte tenu de la durée du cycle haussier actuel (près d'une décennie), il ne fait aucun doute que l'ours n'est pas loin. Dans les pages qui suivent, nous partagerons nos points de vue sur cette



importante question et nos réflexions pour 2019, et nous mettrons en évidence les domaines qui ont toute notre attention.

I. Perspectives sur les marchés pour 2019 et au-delà

Il n'y a vraiment que deux scénarios pour 2019 : soit la performance boursière de 2018 était bonne, soit elle était mauvaise. Compte tenu des baisses à deux chiffres de la plupart des principaux indices boursiers, de la baisse des rendements obligataires et de l'élargissement des écarts de crédit, les marchés laissent présager une possibilité bien réelle de récession au cours des prochains trimestres. Ou... les marchés se trompent, offrant ainsi une nouvelle occasion d'acheter dans ce cycle haussier vieillissant. Au lieu de proposer un simple pronostic, cette perspective du marché adoptera une approche différente.

En effet, le travail de notre équipe dans le domaine de la finance comportementale, au cours des dernières années, a énormément renseigné notre processus d'investissement. Le **biais de confirmation** et la **mentalité de troupeau** sont deux biais dangereux lorsqu'il s'agit d'investir. Le biais de confirmation incite les gens à rechercher des preuves venant appuyer leurs opinions préexistantes et discrédite souvent les preuves contraires. La mentalité de troupeau décrit comment les décisions personnelles peuvent être influencées par le groupe, satisfaisant le désir de faire partie d'un groupe plus large. Tous deux s'opposent à la prise de décision rationnelle et à la pensée critique. Pour contrer ces biais, nous allons présenter des arguments en faveur d'un marché haussier et d'autres en faveur d'un marché baissier pour 2019. Ensuite, ce sera à vous de décider, nous déchargeant ainsi de toute responsabilité. Je plaisante. Ensuite, nous inclurons notre scénario de base pour l'année prochaine. Notre volonté, ici, est de promouvoir une réflexion plus objective et, espérons-le, d'arriver à une conclusion plus précise et complète.

L'argument pour un marché baissier

La récession est beaucoup plus proche qu'on ne le pense.

Les marchés boursiers mondiaux ont envoyé un message au cours du dernier trimestre de 2018 : un avertissement clair que ce taureau vieillissant pourrait ne pas être en aussi bonne santé que nous le pensions. La reprise économique mondiale a commencé en 2009 et fêtera son dixième anniversaire dans les mois à venir. Cela en fait l'une des plus longues expansions économiques mondiales de l'ère économique moderne. Alors que la croissance économique se poursuit, les fondements de l'économie sont de plus en plus fissurés et exacerbés par des problèmes géopolitiques. Si ces fissures persistent, elles pourraient signifier la fin de ce cycle.

L'économie - croissance, mais ralentissement rapide

L'économie mondiale tournait à plein régime au début de 2018. On ne peut pas en dire autant aujourd'hui. Les tensions commerciales internationales et l'augmentation, sans crier gare, des taux d'intérêt par la Fed ont eu un effet négatif sur la croissance mondiale. Au départ, seuls les marchés émergents, plus sensibles à la croissance économique, ont été impactés, mais cette tendance s'est depuis propagée aux économies développées d'Asie et

L'argument pour un marché haussier

La revalorisation a créé une opportunité d'achat

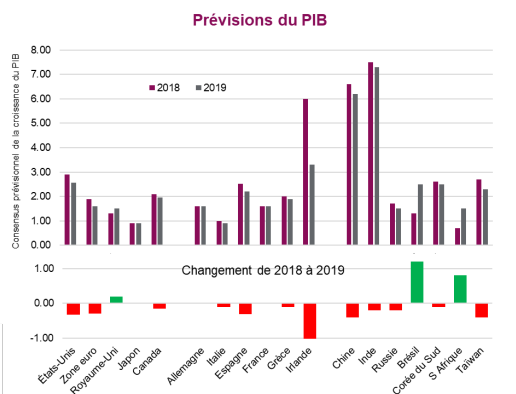
La baisse rapide des cours boursiers au 4e trimestre semble exagérée, devant une économie mondiale encore robuste. Le marché a connu une perte de confiance temporaire, compte tenu des manchettes sur les différends commerciaux, du ralentissement de certains taux de croissance économique et de la hausse des taux d'intérêt. La chute des cours boursiers semble être une réaction excessive, créant ainsi une excellente occasion à l'aube de 2019. Il existe de nombreuses similitudes avec la correction du marché mondial de 1998, qui a donné deux années très profitables avant que le cycle baissier ne prenne enfin le dessus sur le cycle haussier.

L'économie — un ralentissement temporaire

La croissance économique mondiale s'est ralentie à mesure que 2018 progressait, en partie en raison de l'incidence des droits de douane et du ralentissement de l'économie chinoise, pénalisant notamment les économies plus sensibles au commerce mondial. Bien que cela ait légèrement réduit les prévisions pour 2019, l'élan général de l'économie mondiale demeure robuste. Depuis 2016, les 34 économies de l'OCDE ont toutes connu une expansion simultanée. Il s'agit, par définition, d'une croissance mondiale synchronisée. Alors que le rythme de la croissance ralentit, à moins d'un choc exogène,

d'Europe et, dans une moindre mesure, de l'Amérique du Nord.

Pas besoin d'une analyse détaillée pour constater que les taux de croissance sont à la baisse. Les prévisions de croissance économique consensuelles actuelles pour la plupart des grandes économies montrent des signes de ralentissement.



Trois grands vents contraires s'annoncent pour l'économie mondiale à l'horizon 2019 : le protectionnisme commercial, la Fed et la Chine.

Il est peu probable que la « guerre commerciale », qui mijote lentement, prenne fin bientôt et elle continuera, au contraire, de tempérer les prévisions de croissance à mesure que l'année avance. L'administration Trump semble déterminée à tenir les promesses de la campagne de 2016 en renégociant des règles du commerce mondial plus « favorables », avec pour conséquence de laisser planer un voile d'incertitude sur l'économie mondiale et de réduire la croissance globale.

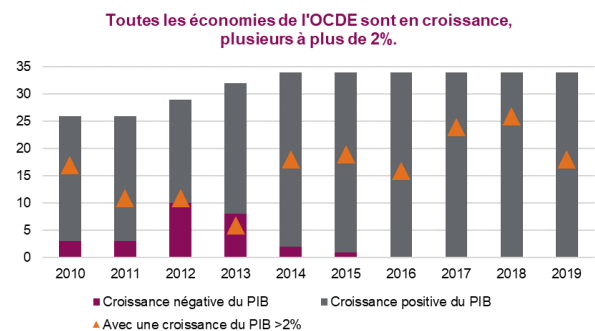
La Fed a vraiment commencé à relever les taux de manière agressive en 2017. Il faut compter un à deux ans pour que les hausses de taux commencent à avoir une incidence sur l'économie, il n'est donc pas surprenant que nous commençons à en ressentir les effets aujourd'hui. Même si la Fed ralentit son rythme de hausse des taux en 2019, ce vent contraire continuera d'augmenter en force en raison de ses effets différés. Si l'on ajoute à cela le dénouement progressif du bilan de la Fed (resserrement quantitatif), il se peut que la politique monétaire soit déjà plus restrictive que ne le pensent de nombreux acteurs du marché.

La Chine a longtemps été un important moteur de croissance pour l'économie mondiale et ce rythme ralentit. Pour le moment, la réaction des pouvoirs publics au ralentissement de la croissance est mitigée. Jusqu'à présent, ils ont préféré se concentrer davantage sur la consommation intérieure et les services. Cela contraste avec la façon dont la Chine a réagi à la mollesse de la croissance économique par le passé, lorsque la croissance du crédit et des dépenses d'infrastructure était la solution privilégiée. Si la stratégie actuelle peut aider

L'argument pour un marché haussier

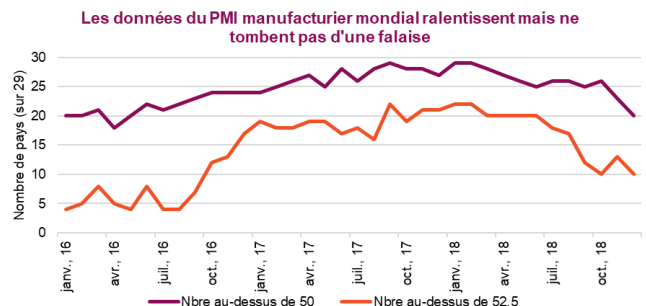
la dynamique économique ne va pas s'arrêter brutalement. En d'autres termes : elle ne se terminera pas en 2019.

Nous ne nions pas que l'économie mondiale ralentit. C'est parmi les économies en développement que cette tendance s'est manifestée le plus clairement au début de 2018. Les tarifs douaniers, la Chine, la hausse des taux d'intérêt mondiaux et l'appréciation du dollar américain ont lourdement pesé. Depuis, le ralentissement s'est étendu aux économies développées, qui dépendent davantage du commerce mondial. La question à un million de dollars est la suivante : ce ralentissement va-t-il s'accélérer et s'étendre? Ou est-ce simplement une oscillation de la croissance mondiale qui reste sur une tendance haussière, c'est-à-dire un dos d'âne?



La situation ressemble plus à un dos d'âne. Le marché semble s'inquiéter du fait que la croissance mondiale pourrait se contracter d'une fraction d'un pour cent en 2019. N'oubliez pas qu'il y a un an, le marché s'inquiétait d'une croissance trop forte qui provoquerait des pressions inflationnistes. Il se peut que le marché se fasse peur tout seul, qu'il réagisse de façon excessive et dans ce cas, cela représente une formidable occasion d'investissement.

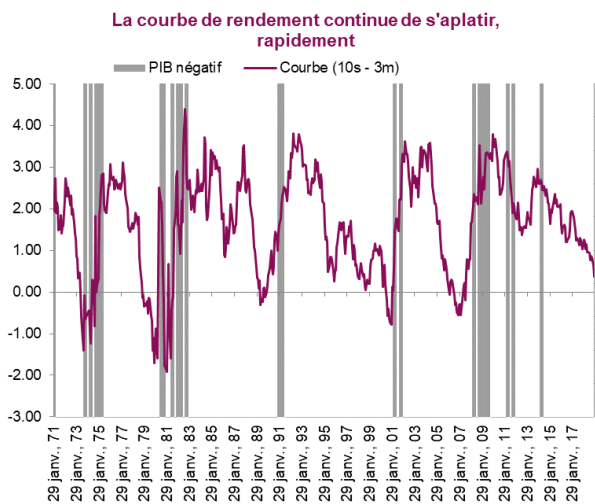
Des preuves suggèrent que ce ralentissement pourrait toucher à sa fin. Les données PMI de l'indice des directeurs d'achat sont à la baisse depuis un an maintenant, mais nous avons commencé à observer une certaine stabilisation dans les économies émergentes au cours des deux derniers mois. De plus, il convient de noter que les valeurs de 20 des 29 pays sont encore supérieures à 50. Il est trop tôt pour affirmer avec certitude que ces murmures d'amélioration de l'activité économique vont se renforcer et se propager, mais ils contribuent certainement à dissiper l'idée que l'économie mondiale est sur le point de connaître une récession.



Ce ralentissement présente de nombreuses similitudes avec celui de 1998, mais avec moins de sévérité. En 1998, la crise

l'économie chinoise, l'économie mondiale, elle, préférerait de loin la première, qui a souvent entraîné une augmentation de la consommation de matières premières et des dépenses des entreprises. Ce changement de stratégie est évident dans la baisse des cours mondiaux des matières premières.

Même si l'économie mondiale ne tombe pas d'une falaise, la tendance ralentit, ce ralentissement pourrait s'accélérer, surtout si des erreurs de politiques sont commises par les banques centrales ou sur le commerce international. L'aplatissement rapide de la courbe de rendement, qui n'est plus qu'à quelques hausses de taux d'intérêt de l'inversion, en est la preuve. L'inversion de la courbe de rendement a prédit ou coïncidé avec toutes les grandes récessions aux États-Unis au cours des 50 dernières années.



Géopolitique

Un certain nombre d'enjeux géopolitiques semblent devoir s'aggraver à l'approche de 2019 et continuent de peser sur la confiance des investisseurs. L'incertitude autour de Brexit reste le principal problème en Europe, le temps presse toujours et la voie reste floue. Cette situation s'est avérée très perturbante dans le processus décisionnel des entreprises et a pesé non seulement sur les marchés, mais aussi sur l'économie et la monnaie. La guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine risque également de demeurer un problème.

Plus près de chez nous, les conclusions de l'enquête Mueller sur les élections de 2016 seront probablement rendues en 2019. Elles pourraient donner de nouveaux maux de tête à l'administration Trump, qui seront quelque peu aggravés par une chambre des représentants dans les mains des démocrates.

Principes de base — Moins cher pour une bonne raison

Même les ours auraient de la difficulté à soutenir que les évaluations sont un vent contraire puisque le ratio cours/bénéfice du S&P 500 a chuté de 18,5x au début de

de la dette russe fut suivie de la crise monétaire asiatique, qui a provoqué un ralentissement spectaculaire de l'activité économique dans les économies émergentes. Ce phénomène s'est étendu ensuite aux économies développées en touchant particulièrement l'Asie et l'Europe. L'économie américaine fut également touchée, mais dans une moindre mesure, compte tenu de la composition de ses échanges commerciaux et de l'élan considérable qu'elle avait pris au début de la crise. Aujourd'hui, l'économie américaine se porte bien et les consommateurs sont en pleine forme. Le ralentissement de l'activité économique dans les économies émergentes se propage dans les pays développés, mais il ne semble pas encore assez fort pour mettre fin à l'expansion mondiale.

L'argument pour un marché haussier

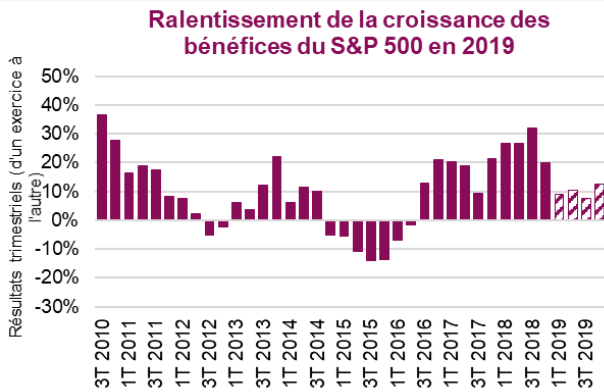
Géopolitique

Nous ne savons pas si la géopolitique joue un rôle important dans l'argumentaire pour un marché haussier ou baissier. Les risques sont les mêmes. Il existe peut-être des « inconnus inconnus », mais nous ne savons pas comment les présenter ou les intégrer dans une stratégie de placement. Ce qui nous préoccupe, c'est la façon dont les marchés vont réagir. Les marchés absorbent et s'ajustent beaucoup plus rapidement que la plupart des gens ne le croient. La façon dont le marché a réagi à la dernière vague d'agitation du Brexit, ou aux nouvelles de l'enquête, en est la preuve. Le marché réagit aux surprises, et ces deux enjeux géopolitiques peuvent être, aujourd'hui, à court de nouvelles surprises.

Principes de base — Bon point d'entrée

Ce que le marché est prêt à payer pour un dollar de gains parfois augmente et parfois diminue. C'est en 2018 qu'il a chuté le plus depuis 2002, alors que le S&P 500 traversait sa crise

2019 à 14,0x. Il s'agit de la plus forte baisse du multiple du marché depuis l'effondrement du secteur de la technologie il y a près de 20 ans.



Toutefois, la croissance des bénéfices ralentit. Le bénéfice d'exploitation du S&P 500 a augmenté de 26 % en 2018 et devrait ralentir à 10 % en 2019. Un rythme plus faible de croissance des bénéfices se traduit par un multiple inférieur de celui que le marché devrait payer pour les bénéfices.

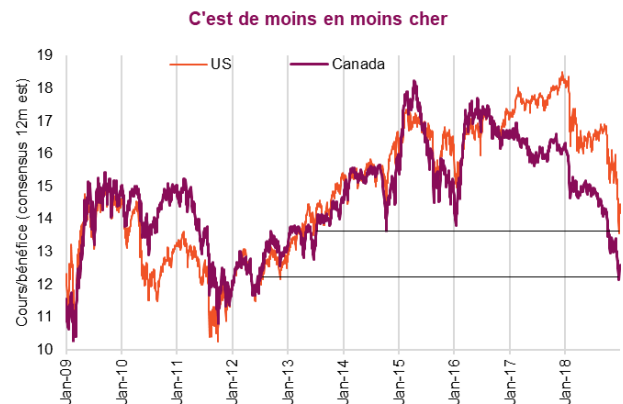
Ces estimations pour 2019 sont en train de chuter rapidement, ce qui ne fait qu'aggraver la situation. Le dernier ratio de révision des bénéfices (qui mesure le nombre de sociétés dont les estimations révisées sont plus élevées que les estimations révisées à la baisse) est tombé à 0,4. En d'autres termes, pour chaque entreprise du S&P 500 qui a vu ses estimations de 2019 révisées à la hausse au cours du dernier mois, 2,5 sociétés ont vu leurs estimations réduites.

Le marché est peut-être moins cher, mais c'est simplement parce que le rythme ralentit et que les risques augmentent.

Le grand débat sur le rendement (baisse des rendements obligataires)

Nous pensons que les deux épisodes de hausse rapide des rendements obligataires, l'un au début de 2018 et l'autre au début de l'automne, ont été le catalyseur des ventes sur les marchés boursiers. Au début de 2018, nous avons déjà atteint la cible d'inflation de la Fed. Le marché craignait que le risque d'inflation n'incite Jerome Powell et ses collègues de la Fed à accélérer leur régime de hausse des taux afin de garder l'inflation sous contrôle. Alors que les rendements obligataires sont passés d'un creux de 2,3 % à 3,0 % en février, ils ont semblé atteindre un point faible pour les investisseurs. Elle a déclenché la première correction depuis deux ans. La vente fut brutale, mais s'est rapidement rétablie. Un événement similaire s'est produit cet automne lorsque les rendements ont atteint un nouveau sommet (un peu moins de 3,3 %), ce qui a déclenché la dernière vague de ventes.

technologique. Le ratio cours-bénéfice de l'indice S&P est le plus bas depuis la fin de 2012 et le plus bas au Canada depuis le milieu de 2012. Environ un quart des titres des indices S&P et TSX se négocient maintenant à moins de 10 fois les bénéfices. C'est votre solde du lendemain de Noël.



Les estimations de bénéfices diminuent un peu, mais la clé pour nous est la croissance des ventes et la stabilité des marges. La croissance des bénéfices grâce aux réductions d'impôt est bonne, mais le marché paiera beaucoup plus cher la croissance des bénéfices grâce à la croissance des ventes. Et les ventes continuent d'augmenter. Ce qui soulève la plus grande question : les marges.

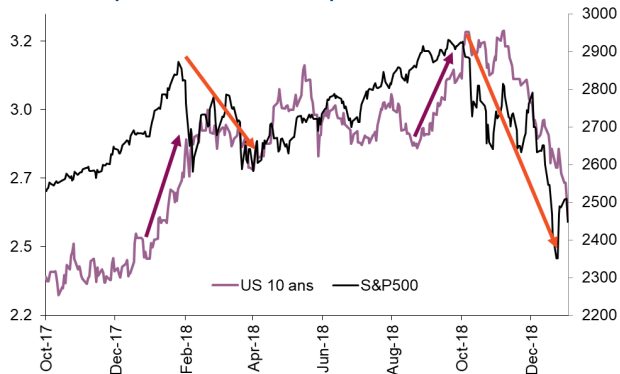
La croissance du chiffre d'affaires est en hausse grâce à l'économie, mais les coûts augmentent également. Si la croissance des ventes ralentit ou si les coûts augmentent trop rapidement, nous assisterons à une détérioration des marges. Nous pensons qu'il s'agit là d'un signe avant-coureur que l'expansion économique approche de son apogée. À l'heure actuelle, avec plus de 50 % des composantes du S&P 1500 affichant des marges en hausse, les signaux d'alarme demeurent silencieux.

Le grand débat sur le rendement (les rendements obligataires sont plus élevés)

Si ces données économiques molles s'avèrent temporaires et que la croissance reprend son élan en 2019, il ne fait aucun doute que ces craintes inflationnistes se manifesteront à nouveau. La bonne nouvelle, c'est que ce ralentissement a relâché un peu la pression et pourrait créer une fenêtre pour une belle reprise. Une hausse rapide des rendements obligataires, lorsque le marché est nerveux devant un risque d'inflation, peut certainement effrayer les marchés boursiers comme nous l'avons vu en 2018. Mais compte tenu de la baisse actuelle des niveaux de rendement, le marché serait probablement prêt à accepter des rendements à la hausse à court terme.

N'oubliez pas que, sous la surface de certaines données économiques plutôt molles des derniers mois, les graines de l'inflation commencent à germer. Le marché du travail est très tendu et continue de se resserrer. Les pressions salariales commencent à s'accroître et les autres coûts (y compris celui du transport et de la logistique) sont maintenant plutôt élevés.

Les marchés ne s'accommoderont pas bien du prochain mouvement rapide à la hausse

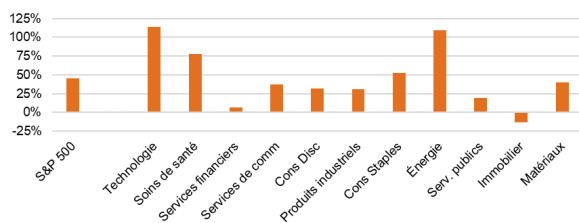


Les rendements obligataires se sont considérablement repliés au cours de cette chute des cours boursiers. Si les données économiques molles persistent, la trajectoire des rendements continuera d'être plus faible. Avec cette mollesse, les craintes inflationnistes sont retombées au bas de la liste des angoisses du marché. Il est facile d'envisager que les banques centrales révisent leur tendance à la hausse des taux.

Crédit — Ivresse

L'accès au crédit bon marché est trop facile depuis trop longtemps. L'assouplissement quantitatif a contribué à la baisse des rendements et les prêteurs alternatifs ont comblé le vide laissé par les grandes banques. Cela a créé un environnement dans lequel les entreprises étaient

La grande frénésie des obligations de sociétés
Variation médiane sur 7 ans du ratio dette/BAIIA



presque suppliées d'emprunter davantage pour alimenter les acquisitions, les rachats d'actions ou les augmentations de dividendes. Cette situation a entraîné une hausse considérable de l'endettement des entreprises au cours de la dernière décennie. Beaucoup sont peut-être allés trop loin. Le graphique ci-dessus indique l'ampleur des émissions et le montant de la dette que de nombreuses sociétés ont contractée. Nous tenons à souligner qu'il s'agit d'un ratio dette/BAIIA, et si nous constatons un ralentissement marqué de l'économie mondiale, ce ratio commencera à diminuer. Cela pourrait facilement exacerber les problèmes des entreprises qui ont mis leur bilan à rude épreuve.

Nous pensons qu'avec l'ampleur de la récente baisse des rendements obligataires, il y a de la place pour une reprise. Toutefois, si l'accent se produit trop rapidement ou s'il atteint de nouveaux sommets, cela pourrait entraîner une autre correction. Ou pire encore : une récession.

Un autre facteur clé qui pourrait exercer des pressions à la hausse sur les rendements obligataires est la dynamique de l'offre et de la demande. La Fed a mis fin à son programme d'achat d'obligations et réduit maintenant son bilan de 50 milliards de dollars par mois. La BCE a annoncé en décembre qu'elle n'achèterait plus d'obligations et il est prévu que la Banque du Japon réduise ses achats en 2019. Dans l'ensemble, les banques centrales ont été le plus gros acheteur d'obligations pendant des années et maintenant ce n'est plus le cas. La baisse de la demande pourrait se traduire par une hausse des rendements qui incitera le secteur privé à prendre le relais.

Le crédit — Un risque gérable

Il ne fait aucun doute qu'une utilisation imprudente ou gourmande de l'emprunt peut entraîner des ramifications à long terme. Et nous croyons qu'au cours de la prochaine récession mondiale, les entreprises qui se sont trop endettées souffriront probablement davantage que celles qui furent plus prudentes. Mais ce n'est pas le cas aujourd'hui. Même si les écarts de taux se sont creusés au cours des derniers mois, il n'y a pas eu de flambées du crédit. À titre d'exemple, United Health a soulevé un emprunt de 3 milliards de dollars à la fin de décembre. Le livre a été souscrit 5,5 fois et le rendement a chuté de 20 points de base par rapport aux prévisions initiales. Cela indique que, malgré la volatilité des marchés, l'appétit de prêter existe toujours.

En plus, on n'est plus en 2008. Au cours de la dernière récession, la grande majorité du crédit était détenue dans une bien plus large mesure par des investisseurs à effet de levier (c'est-à-dire des banques, des institutions financières qui utilisent l'effet de levier). Lorsque les prix ont chuté, ils ont été forcés de vendre, ce qui a fait baisser les prix encore plus, et donc les a forcés de vendre encore plus. Aujourd'hui, les investisseurs sans levier financier sont beaucoup plus endettés qu'ils ne l'étaient il y a dix ans. Il s'agit notamment des véhicules d'investissement privé, des caisses de retraite, des FNB, etc. Si le crédit devient un problème, l'impact ne devrait pas être aussi important sur l'ensemble du système financier qu'il le fut en 2008. Malgré tous les défauts des marchés financiers, une chose est sûre : ils tirent les leçons de leurs erreurs.

Nous espérons que vous avez apprécié nos arguments pour un marché haussier ou baissier et que vous arriverez à votre propre conclusion indépendante basée sur un examen rationnel de tous ces éléments. En ce qui nous concerne, nous positionnons les actifs de nos clients en faveur d'un scénario haussier.

Un lendemain de fête difficile

La correction du marché (ou appelez cela comme vous le voudrez) au cours du quatrième trimestre de 2018 fut épuisante. Peut-être nous étions-nous habitués à des corrections rapides de 4 à 6 semaines, comme ce fut la norme récemment. Peut-être nous sommes-nous habitués aux corrections de 7 à 10 % max, avant de repartir à la hausse. C'étaient les meilleurs et elles nous manquent. Peut-être nous sommes nous habitués à investir dans un marché de l'assouplissement quantitatif (AQ) et nous nous trouvons maintenant dans un environnement de resserrement quantitatif (RQ).

L'impact de l'AQ est très difficile à mesurer. Au cours de la majeure partie de la dernière décennie, la Fed, la Banque d'Angleterre, la Banque du Japon et la Banque centrale européenne ont injecté des milliards de dollars dans le système financier en achetant principalement des obligations. Cette injection régulière de liquidités a peut-être contribué à la croissance économique mondiale (qui demeure discutable), mais elle a certainement aidé les prix des actifs. L'assouplissement quantitatif a contribué à la hausse des prix des actifs à celle des prix de l'immobilier, des obligations et des actions mondiales. Cet afflux constant de liquidités a également réduit la volatilité et généralement rendu ces périodes de faiblesse passées beaucoup plus tolérables et presque agréables.

Le problème maintenant, c'est que nous sommes passés de l'assouplissement quantitatif mondial à un resserrement quantitatif. Quelques banques centrales sont encore actives dans le domaine de l'assouplissement quantitatif, mais elles se désengagent lentement. Entre-temps, dans l'ensemble, nous sommes récemment passés au RQ. Au sein du RQ, les banques centrales vendent plus d'obligations qu'elles n'en achètent. Si vous convenez que l'assouplissement quantitatif a fait grimper les prix des actifs dans de nombreuses catégories et a réduit la volatilité, alors ce n'est pas si illogique qu'un redressement quantitatif contribuera à l'inverse. Cela a entraîné la plus forte baisse du multiple de la valorisation boursière depuis 2002 au cours de la correction actuelle.

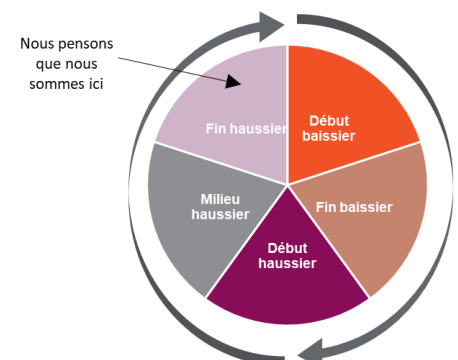
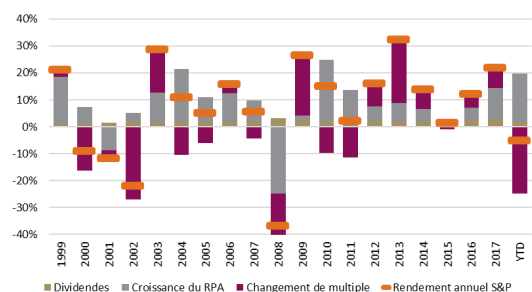
L'assouplissement qualitatif et les taux d'intérêt très bas ont tenu le rôle du bol de punch au cours de ce cycle. Et maintenant, avec le resserrement quantitatif, nous avons la gueule de bois, une revanche douloureuse de ces bons moments.

La scène est prête pour 2019

Il n'y a pas si longtemps (environ six mois), la crainte de l'inflation était en tête de liste à mesure que les rendements augmentaient, que les banques centrales se resserraient et que les pressions salariales augmentaient. Aujourd'hui, les craintes d'inflation ont disparu et ont été remplacées par des préoccupations de croissance économique. Il s'agit d'une période d'investissement tardif en fin de cycle haussier. Dans six mois, nous ne serions pas surpris de voir les craintes de récession s'estomper et les craintes d'inflation ou de rendement redevenir une priorité.

Dans cette phase tardive du marché haussier, la volatilité tend à être très élevée, à la hausse comme à la baisse. Nous pensons que les

Décomposition du rendement du S&P 500 - la plus importante contraction multiple depuis 2002



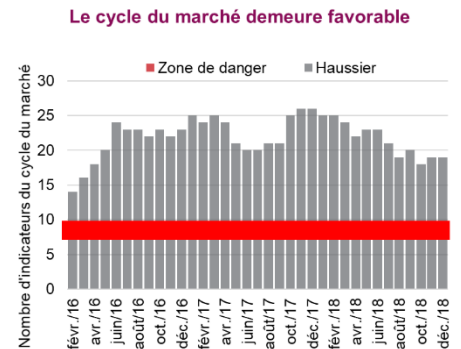
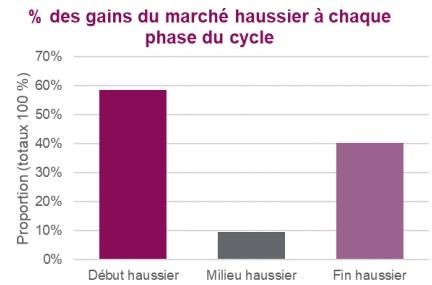
investisseurs devraient se préparer graduellement au marché baissier en inversant leur répartition de l'actif, en améliorant la qualité des placements et en réduisant l'exposition au crédit. Cependant, cette phase du marché représente les meilleures occasions de réaliser des gains, mais elle exige un état d'esprit stratégique. Les oscillations du marché au cours des dernières années d'un marché haussier ont tendance à connaître de grandes fluctuations. Augmenter son exposition aux actions en cas de faiblesse et la réduire en cas de force a le potentiel d'ajouter plus de valeur durant cette partie du cycle qu'à tout autre moment. L'important, c'est de ne pas ajouter quand le cycle baissier commence.

Pour mesurer la santé du marché, nous avons élaboré notre cadre de cycle de marché. Partant du principe qu'aucun signal ou modèle ne peut être efficace à lui seul pour chaque cycle, nous avons créé un panier d'une trentaine de modèles qui, historiquement, ont réussi dans une certaine mesure à prédire l'orientation générale du marché. Ces modèles s'appliquent à toutes les disciplines, y compris l'économie, la technique, les émotions, les rendements et les facteurs fondamentaux. Typiquement, lorsque moins de 10 modèles sont haussiers, il est temps de baisser les écoutes. Actuellement, 19 des signaux restent positifs, ce qui nous place dans une zone de sécurité par une marge décente.

Le cadre du cycle du marché demeurant positif, nous sommes confiants, en cette période de faiblesse prolongée du marché, dans notre position d'acheteur opportuniste. Cette correction a également ouvert la voie à une année 2019 potentiellement très profitable pour les investisseurs.

Positionnement pour 2019

- Nous croyons que la gueule de bois après ce bol à punch passera, car de nombreux prix d'actifs, y compris les actions, ont été largement réévalués à la baisse. Lorsque les craintes concernant la croissance s'estomperont, une reprise décente des cours des actions devrait se produire.
- Le seul bémol pouvant venir d'un virage soudain à la baisse des données, auquel cas nous nous réservons le droit de changer d'avis.
- Nous pensons que le marché boursier américain demeurera le chef de file à ce stade avancé du cycle haussier et sera la destination la plus populaire pour les flux de capitaux mondiaux. L'atteinte de nouveaux sommets n'est pas hors de question pour 2019.
- L'exposition au dollar américain devrait être maintenue à plus long terme. Si les craintes de croissance économique s'estompent, le dollar canadien connaîtra une reprise, mais la Fed restera le chef de file en matière de resserrement par rapport aux autres banques centrales. Cela devrait continuer d'être positif pour le dollar à plus long terme et nous voudrions être exposés à la prochaine baisse.
- À plus court terme, en adoptant l'état d'esprit stratégique mentionné précédemment, il est possible d'ajouter l'alpha en adoptant le dollar canadien en 2019. Un bon *timing* est essentiel compte tenu de la faiblesse récente du huard et des conditions de survente, nous cherchons à couvrir davantage notre exposition au dollar américain.
- Nous nous attendons à ce que les rendements reviennent au-dessus du niveau de 3 % et si l'accent est maîtrisé, les marchés suivront probablement avec ferveur. Cependant, la prochaine fois que les craintes inflationnistes s'empareront du marché et accéléreront le rythme de la hausse des rendements, les actions seront exposées à une autre correction, ou pires...
- L'exposition aux économies émergentes ou en développement devrait être réduite au minimum. Un dollar américain plus élevé et des rendements plus élevés auront un impact négatif pour cette classe d'actifs. De plus, ces économies souffriront probablement davantage matériellement une fois que le cycle baissier se déclenchera.



- Nous continuons de croire que les investisseurs devraient réduire leur exposition au risque de crédit et profiter de la récente reprise des obligations pour réduire davantage la durée.
- Le marché boursier canadien devrait connaître une reprise, atténuée par l'exposition accrue de nos marchés à la croissance mondiale et à la dépendance à l'égard de l'immobilier, mais soutenue par des valorisations très attrayantes et des niveaux apparents de survente excessifs.

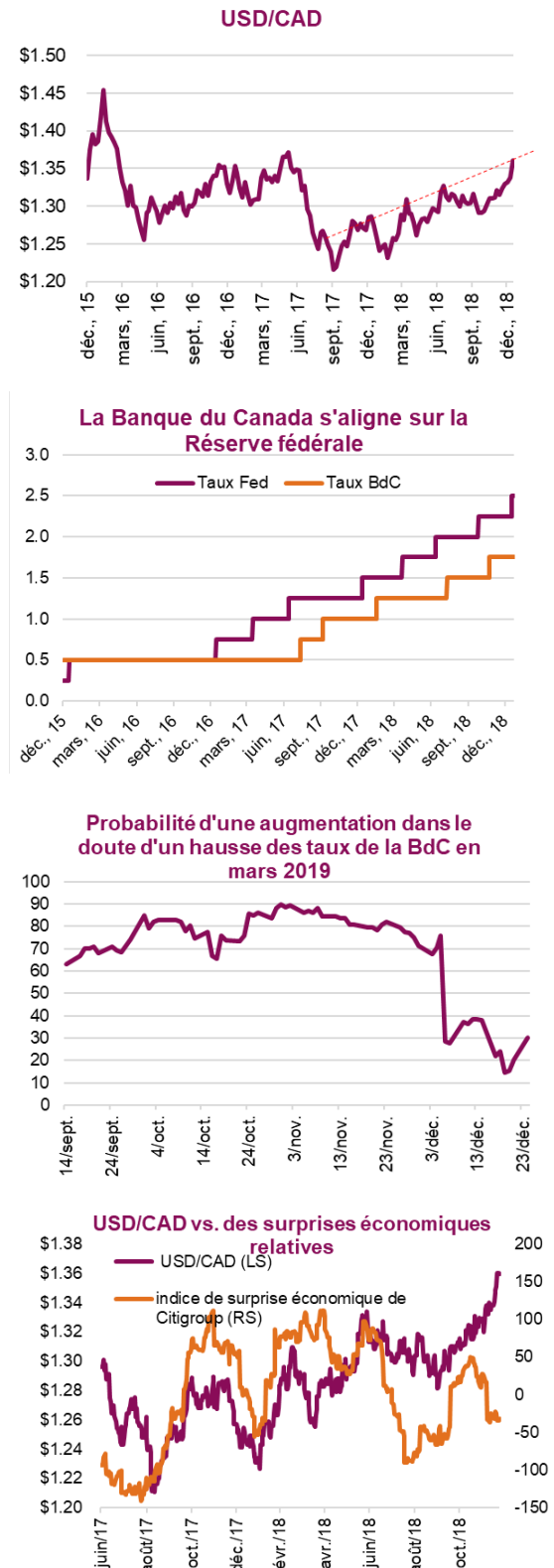
III. Dollar canadien

Le dollar canadien a terminé l'année à son plus bas niveau en 18 mois par rapport au dollar américain (graphique du haut). Les nouvelles récentes envoient des messages contradictoires pour le dollar canadien. D'une part, la réduction des hostilités commerciales entre le Canada et les États-Unis est une bonne chose. L'AEUMC est maintenant entre les mains du Congrès. Le prix du pétrole brut a atteint son niveau le plus bas, ce qui plaide en faveur d'une plus grande faiblesse. Les marchés obligataires laissent également clairement entrevoir des perspectives économiques moins positives. Entre-temps, la BdC s'efforce de hausser les taux pour atteindre ce qu'elle considère comme une situation neutre. Les conditions sont loin d'être simples aujourd'hui, et c'est précisément cette incertitude qui pèse sur la monnaie à l'heure actuelle. Il ne faut pas perdre de vue le fait que le dollar canadien fut plutôt stable par rapport aux autres monnaies (y compris l'euro). Toutefois, la tendance haussière du dollar fait en sorte qu'il est difficile pour le huard de suivre le mouvement.

Nous nous attendons à ce que la politique monétaire relative entre les États-Unis et le Canada soit le principal moteur les États-Unis et le Canada en 2019. Bien qu'il soit certainement possible qu'il se négocie dans une fourchette étroite au cours de l'année si la politique monétaire demeure conforme à celle des États-Unis, il existe une possibilité extérieure de choc monétaire si l'effondrement du brut s'aggrave ou si l'économie canadienne ralentit considérablement.

Politique monétaire

La BdC tente de suivre l'exemple de la Fed (graphique 2) tout en équilibrant la situation de surendettement précaire dans laquelle se trouvent de nombreux Canadiens. La banque a augmenté son taux cinq fois au cours des 15 derniers mois et l'impression générale est que les Canadiens commencent à être fatigués par les coûts d'emprunt. Le taux neutre a suscité beaucoup d'intérêt : c'est une cible mouvante avec une fourchette assez large qui se situe entre 2,5 et 3,5 %. Tout comme l'atterrissage d'un avion à réaction sur un porte-avions, les conditions sont en évolution et il est dangereux de rester sur une trajectoire de vol stable. Il est sage de rester le nez collé sur les données. Il existe beaucoup d'inconnues et une grande partie de celles-ci échappent au contrôle du Canada. Pour la banque centrale, il est primordial de surveiller dans quelle mesure l'économie s'adapte à des taux d'intérêt plus élevés. Chaque réunion est potentiellement en jeu, bien que vous puissiez constater que les attentes d'un resserrement plus marqué de la BdC au printemps se sont estompées. (graphique 3)

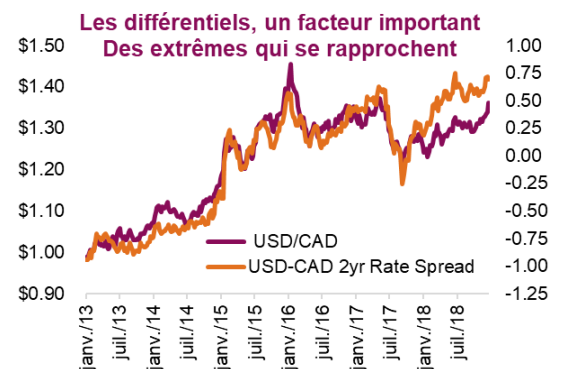


Économie

L'économie canadienne a ralenti au troisième trimestre et a reculé de 0,1 % en septembre, soit la première baisse mensuelle en huit mois. Les investissements des entreprises sont en baisse (principalement en raison de la faiblesse des marchés de l'énergie) et la croissance des dépenses de consommation a été réduite de moitié. La confiance est en baisse, l'indice d'humeur économique étant à son plus bas niveau depuis le début de 2016. La disparité régionale croissante ne peut pas non plus être ignorée. C'est au Québec que l'humeur économique est la plus forte, avec des indices de confiance supérieurs à leur moyenne quinquennale. Entre-temps, dans les Prairies, la confiance est retombée à son plus bas niveau depuis 2008. Comparativement aux États-Unis, les données sont en fait un peu meilleures au Canada que les prévisions (graphique 4). Par le passé, cela a généralement entraîné une appréciation du dollar canadien. Bien que les marchés soient en pleine évolution, le dollar américain, valeur refuge, demeure populaire. Bien que la banque centrale observe l'économie à travers des lunettes roses, le marché obligataire semble ignorer une perspective plus amère, avec des rendements obligataires à 10 ans se négociant en dessous de 2 %.

Écarts de rendement entre les obligations en dollars canadiens et américains

C'est quelque chose qui ne peut pas être négligé, les écarts ont historiquement régi la performance de cette paire. Les corrélations entre le taux de change et les écarts respectifs entre le Canada et les États-Unis sont historiquement très élevées (graphique 5). Malgré la volonté de la BdC de passer à un taux neutre, l'écart de rendement entre le dollar américain et le dollar canadien se situe maintenant près du niveau le plus élevé observé au cours des cinq dernières années. Il convient de noter que cet extrême a généralement marqué un tournant dans les années passées et que l'on s'attendrait à un rétrécissement des écarts de rendement avec les États-Unis lorsque le tempérament de risque qui imprègne les marchés se dissipera en temps voulu.



Conséquences

Le dollar américain est une monnaie refuge et le huard sert davantage de levier à la croissance mondiale. Par conséquent, nous nous attendrions à ce qu'elle continue de s'affaiblir si les ventes dominent les marchés et si les préoccupations au sujet de la croissance mondiale prédominent. Le risque le plus important pour le huard est l'impasse structurelle dans laquelle se trouve le secteur pétrolier. Même si quelques améliorations sont à noter et si les inquiétudes au sujet de la croissance économique mondiale s'estompent, nous pourrions très facilement voir une certaine amélioration du dollar canadien en 2019. Avec des différentiels de rendement aux extrêmes historiques et une monnaie atteignant des niveaux techniquement surachetés, les étoiles se sont potentiellement alignées en vue d'un éventuel retournement du dollar canadien. Au-delà des prochains trimestres, notre stratégie pour nous positionner en vue de l'inévitable marché baissier sera d'augmenter notre exposition au dollar américain.

Les graphiques ont été fournis par Bloomberg, à moins d'indication contraire.

Cette publication est fournie à titre d'information générale et ne constitue pas une offre ou une sollicitation pour la vente ou l'achat de titres. Le rendement passé des titres ne garantit pas les résultats futurs. Malgré tous les efforts pour produire cette publication à partir d'information obtenue auprès de sources jugées dignes de foi, nous ne faisons aucune déclaration ni ne fournissons aucune garantie, explicite ou implicite, quant à son exactitude ou à son intégralité. Les opinions, estimations et projections contenues dans cette publication peuvent changer en tout temps en fonction du marché et d'autres conditions, et elles sont fournies de bonne foi, mais sans aucun engagement juridique. Cette publication ne tient pas compte des circonstances ou des besoins de ceux qui pourraient la lire et ne saurait tenir lieu de conseils financiers ou fiscaux. Avant de prendre une décision sur la base de l'information contenue dans cette publication, nous vous invitons à consulter votre conseiller financier. Richardson GMP Limitée n'assume aucune responsabilité pour les erreurs ou les omissions que pourrait contenir cette publication ou pour toute perte ou tout dommage que son utilisation ou la confiance qui lui est accordée pourrait entraîner. En qualité de mandataire, Richardson GMP Limitée peut acheter et vendre les titres mentionnés dans cette publication, incluant des options, des contrats à terme ou d'autres produits dérivés.

Richardson GMP Limitée est membre du Fonds canadien de protection des épargnants. Richardson est une marque de commerce de James Richardson & Fils, Limitée. GMP est une marque de commerce déposée de GMP Valeurs Mobilières S.E.C. Les deux marques sont utilisées sous licence par Richardson GMP Limitée.

©2019. Tous droits réservés.