



La plupart des observateurs et investisseurs sont réticents à admettre qu'ils font face à une variété de défis impondérables. Les développements séquentiels ont un effet monumental sur les marchés des capitaux. Pour les investisseurs, il y a eu peu d'endroits où chercher abri en 2022.

Tout d'abord, une pandémie perturbatrice est survenue, injectant immédiatement une volatilité importante dans les conditions économiques. Dès le début, les ventes aux consommateurs confinés dans leurs foyers ont bondi. Ensuite, lorsque la pandémie a commencé à ralentir, un autre ensemble de secteurs économiques a pris la relève. Les entreprises ont rapidement saisi les occasions qui se présentaient, augmentant radicalement leurs profits. Ces changements ont été tout aussi massifs que rapides. De façon remarquable, à peine 18 mois plus tard, les secteurs gagnants sont devenus des perdants. D'énormes fluctuations ont eu lieu au niveau de la demande, déclenchant latéralement à la fois des pénuries et des surplus de stock.

Ce cycle économique est loin d'être typique. La conjoncture économique est difficile et entraîne des pressions inflationnistes. Les craintes liées à la rareté ont également nourri des préoccupations inflationnistes supplémentaires.

L'un des facteurs ayant joué un nouveau rôle notable a été le pouvoir de fixation des prix des entreprises. Bien que les revenus aient baissé ou stagné, il n'en a pas été de même pour les profits. Cette situation a soutenu la croissance du PIB, mais elle a aussi contribué aux pressions inflationnistes.

Ces facteurs liés aux profits ont été en partie attribuables à la concentration industrielle en croissance à l'échelle mondiale.

La pandémie a émergé à un moment où les taux d'intérêt étaient déjà faibles partout dans le monde. Compte tenu des profonds déclinés économiques qui sont survenus en raison des confinements causés par la COVID, les dépenses relatives aux mesures de stimulation ont grimpé en flèche et les taux d'intérêts ont baissé encore plus. Ces facteurs ont représenté des politiques extrêmes qui ont été considérées comme irréversibles à ce moment en raison de la fragilité financière et économique. On estimait que toute tentative visant à dénouer ces conditions de relance déclencherait la volatilité et de profondes difficultés économiques. À la surprise de plusieurs, la Réserve fédérale américaine a adopté une position ferme lorsqu'il est devenu évident que l'opportunisme commercial et sociétal avait poussé l'inflation à ses niveaux les plus élevés depuis plusieurs décennies.

Il reste à voir si une conjoncture désinflationniste s'imposera de nouveau à l'avenir lorsque le resserrement monétaire se sera assoupli. En effet, si l'on ne tenait compte que de la croissance fondamentale du PIB et des trajectoires naturelles des taux d'intérêt, cette désinflation serait le résultat logique. Toutefois, nous nous attendons à ce que les décideurs politiques favorisent une croissance économique encore plus importante par des opérations fiscales libérales.

Il faut également tenir compte des facteurs non économiques qui contribueront à une plus grande croissance économique, du moins pendant un certain temps. Nous faisons référence ici aux dépenses en infrastructures liées au changement climatique (estimées à plus d'un billion de dollars par an jusqu'en 2030). Les préférences sociétales dominent ici et non les priorités de profitabilité et de productivité qui sont les servantes traditionnelles du capitalisme.

Cependant, nous nous attendons plus tard à l'émergence d'une forme de stagflation. Dans un tel contexte, les taux d'intérêt réels resteront bas. On s'attend également à ce que l'inflation (avec une certaine volatilité) mijote dans une plage de 3 à 5 pour cent.

Pendant ce temps, les investisseurs se sont cachés. Les activités monétaires sismiques ont pratiquement fait peur à la planète entière. Toutefois, nous nous attendons à ce que ces actions prennent fin beaucoup plus rapidement que généralement prévu. Il reste néanmoins que le monde entier, c'est-à-dire la planète, porte toute son attention sur le même indicateur : l'inflation. À mesure qu'un ralentissement décisif des prix émerge, nous nous attendons à ce que les marchés boursiers grimpent rapidement. Telle est la volatilité des marchés des capitaux à l'heure actuelle.

## ESPÈCES ET DEVISES

### Les niveaux des espèces restent neutres

- Les rendements en hausse des marchés monétaires ravivent l'attrait pour les espèces et leurs équivalents de trésorerie dans le contexte volatil actuel du marché.
- Toutefois, sur une base ajustée en fonction de l'inflation, les rendements sur espèces restent négatifs, alors que de nombreuses classes d'actifs de titres et d'instruments à taux fixe offrent maintenant des rendements véritablement attractifs.
- Nous avons choisi de maintenir les espèces à des niveaux presque neutres ce trimestre.

### Non-couverture de l'exposition aux devises européennes

- Les devises européennes, en particulier l'euro et la livre britannique, ont subi une importante dépréciation cette année, causée en partie par la divergence en matière de politique monétaire et par les craintes liées à une crise de l'énergie à l'échelle du continent.
- Bien que ces devises puissent rester à des niveaux dépréciés sur une période prolongée, les risques sont désormais biaisés vers le haut de manière asymétrique, alors que les marchés financiers ont déjà absorbé une large part de mauvaises nouvelles.
- Les expositions aux devises européennes ont été non couvertes dans les portefeuilles de clients ce trimestre.

## TITRES MONDIAUX

### Maintien de la position surpondérée en titres

- L'humeur des investisseurs envers les titres reste morose alors qu'ils continuent de composer avec le resserrement des conditions financières et un éventail de vents contraires agitant la situation géopolitique.
- Cependant, les évaluations et le rendement de l'action restent parmi les meilleurs indicateurs prévisionnels des revenus d'investissement à long terme et les deux ont connu une importante restauration cette année.
- Le positionnement en matière de titres reste surpondéré, mais a modestement augmenté ce trimestre.

### Déplacement vers les valeurs américaines

- Malgré notre point de vue actuel sur le ralentissement de l'inflation, nous ne nous attendons pas à un retour prochain de la conjoncture désinflationniste des années 2010.
- Une période d'inflation au-dessus de la moyenne ne jouerait pas en faveur des actions de sociétés en croissance, dont les multiples d'évaluation plus élevés et les projections de croissance à long terme les rendent relativement plus sensibles aux taux d'intérêt que les actions dépréciées.
- Nous avons réduit notre exposition aux titres américains de capitalisation boursière et adopté une position surpondérée en actions américaines dépréciées.

## INSTRUMENTS MONDIAUX À TAUX FIXE

### Diminution modeste de l'exposition aux instruments à taux fixe

- La hausse des taux d'intérêt a fait des instruments à taux fixe une classe d'actifs plus utilisable dans le contexte d'un portefeuille équilibré.
- Cependant, les courbes de rendement étant pratiquement aplanies (et dans certains cas inversées), les titres de créance du marché établi échouent à compenser de manière significative le risque inhérent lié aux taux d'intérêt pour la plupart des valeurs mobilières venant à échéance et des cotes de solvabilité.
- L'exposition aux instruments à taux fixe a été modestement réduite et reste sous les niveaux neutres dans les portefeuilles des clients.

### Maintien de la surpondération des titres de créance

- Nonobstant notre perspective descendante des instruments à taux fixe notée ci-dessus, certains éléments des marchés mondiaux des obligations présentent un intérêt grandissant.
- Les écarts sur les obligations et titres de créance de sociétés américaines de qualité inférieure à une valeur d'investissement se sont élargis de manière importante en dépit de très faibles taux de défaut, de fondements relativement sains et d'un faible risque de refinancement.
- Nous maintenons une position surpondérée en titres d'emprunt américains dans les portefeuilles des clients

## POINTS SAILLANTS DES POSSIBILITÉS D'INVESTISSEMENT

### Liquidation des actions de Hong Kong

- Hong Kong devrait connaître une relance économique découlant de l'assouplissement récent des restrictions de confinement liées à la COVID, mais de nombreux obstacles existent toujours.
- Plus spécifiquement, la politique monétaire américaine importée (et son resserrement) et une moins grande nécessité en ce qui concerne les actions chinoises cotées sur le marché boursier des États-Unis de déplacer leur marché primaire à la HKEX détournent les investisseurs de leur proposition d'investissement.
- Les actions de Hong Kong ont été liquidées ce trimestre dans les portefeuilles des clients.

### Mise en place de thématiques de titres séculaires

- Nous percevons la faiblesse récente des titres de lithium et de biotechnologie comme un point d'entrée intéressant dans des classes d'actifs qui sont soutenues par des thématiques à long terme bien établies.
- La demande en lithium devrait continuer à croître avec la prolifération de l'adoption de véhicules électriques, tandis que la biotechnologie s'aligne sur une démographie vieillissante dans les grandes économies mondiales et de nouvelles possibilités découlent de l'avancée de la technologie à ARN messager.
- L'exposition aux titres de lithium et de biotechnologie a été entreprise ce trimestre dans des stratégies orientées sur la croissance.

POSITION D'INVESTISSEMENT	Versus Indice de Référence			Changements par rapport au trimestre précédent
	Sous-pondération	Neutre	Surpondération	
<b>NETTE DE L'ACTIF MONDIAL</b>				
Espèces		✓		— Inchangé
Total Actions			✓	⬆ Augmenté
Total Revenu Fixe	✓			⬇ Diminué
Opportunités		✓		— Inchangé
<b>INVESTISSEMENTS AU CANADA</b>				
Obligations	✓			— Inchangé
Actions			✓	⬆ Augmenté
<b>INVESTISSEMENTS AUX ÉTATS-UNIS</b>				
Obligations	✓			⬇ Diminué
Actions	✓			⬆ Augmenté
<b>INVESTISSEMENTS INTERNATIONAUX</b>				
Obligations	✓			— Inchangé
Actions			✓	⬇ Diminué