

HORIZONS AGF

PERSPECTIVES 2024

À quel point et pendant combien de temps?

Placements |  AGF™

Table des matières



03 | À quel point et pendant combien de temps?

KEVIN MCCREADIE



06 | Catégories d'actifs : Vue d'ensemble

STEPHEN WAY, TRISTAN SONES, TOM NAKAMURA, SHERRY XU, STEPHEN BONNYMAN, ASH LAWRENCE

Actions

Titres à revenu fixe

Devises

Actifs réels

Marchés privés



19 | Incertitudes entourant les élections

GREG VALLIERE



22 | Lent divorce dans les marchés émergents

REGINA CHI



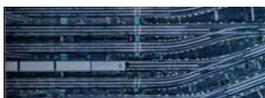
26 | Crise de croissance

MIKE ARCHIBALD, TONY GENUA ET MARTIN GROSSKOPF



31 | Qui financera le déficit américain?

DAVID STONEHOUSE



35 | Faire abstraction des rumeurs

BILL DEROCHE ET ANDY KOCHAR



39 | Et s'il y avait une récession (et que les banques centrales commençaient à réduire les taux)?

LING HAN, WAI TONG, JOHN KRATOCHWIL, GRACE HUANG, GEORGINA GOLDRING, ET ABHISHEK ASHOK

À quel point et pendant combien de temps?

La fin anticipée du cycle de hausses des taux des deux dernières années pourrait stimuler considérablement les marchés financiers en 2024. Toutefois, la vigueur de cet élan pourrait largement dépendre du contexte économique qui se présente – et de la mesure dans laquelle les banques centrales sont disposées à réduire les taux, à supposer qu’elles commencent à agir dans ce sens.

KEVIN McCREADIE



Kevin McCreadie, MBA, CFA®
Chef de la direction et chef des investissements
La Société de Gestion AGF Limitée

À l'approche de l'année 2024, les investisseurs devraient être réconfortés à l'égard de leurs portefeuilles par rapport à la même époque l'an dernier, alors que les actions et les obligations étaient encore mises à rude épreuve sous l'effet d'un marché baissier dévastateur. Bien que les actions se soient appréciées et que les obligations prennent maintenant du mieux, les 12 derniers mois n'ont pas été une partie de plaisir non plus. Les marchés sont restés fébriles et les rendements positifs, lorsqu'il y en avait, ont manqué d'ampleur au sein des catégories d'actifs et entre celles-ci. En revanche, un tel contexte laisse le champ libre à une amélioration et à la possibilité d'avoir encore plus d'occasions de faire des gains l'an prochain.

Les rendements des marchés découlent très probablement des décisions prises par les banques centrales à l'échelle mondiale, qui continuent à lutter contre l'inflation tout en essayant d'effectuer un atterrissage en douceur de leurs économies respectives et d'éviter une profonde récession. Et cela vaut tout particulièrement pour les États-Unis, où la Réserve fédérale américaine (*Fed*) a déjà relevé ses taux d'intérêt, qui sont passés de près de zéro à 5,5 %, et contribué à réduire de plus de moitié le taux d'inflation du pays, qui s'établissait légèrement au-dessus de 3 % en octobre, le tout sans réellement entraver la croissance économique pour l'instant.

Il reste à déterminer si le cycle de resserrement de la *Fed* a atteint son pic, du fait de la récente décision de cette dernière de suspendre toute nouvelle hausse des taux, et, plus important encore, quand la *Fed* commencera à assouplir sa politique monétaire en réduisant les taux – et à quel point.

Nous pensons que la banque centrale a très possiblement terminé de majorer ses taux (ou presque terminé), ce qui pourrait être avantageux en soi et pour les marchés. Après

tout, la volatilité observée ces deux dernières années a été vraisemblablement attribuable à la rapidité et à l'ampleur de la hausse des taux, et non pas au niveau atteint. Toutefois, la réponse à la question de savoir si les taux d'intérêt sont bel et bien au sommet demeure toutefois largement tributaire de la trajectoire encore incertaine de l'économie et de l'inflation.

Qui plus est, compte tenu de cette incertitude, nous croyons que les prévisions actuelles de quatre baisses de taux ou plus en 2024 devraient être modérées tant que l'inflation reste supérieure à la cible de 2 % de la *Fed* et que la croissance économique reste soutenue. En fait, cela pourrait être vrai même en cas de récession l'an prochain. Malgré la propension passée de la banque centrale à réduire immédiatement les taux au premier signe de ralentissement économique, il ne faut pas du tout tenir ce geste pour acquis cette fois-ci. Nous croyons que la *Fed* agira de manière beaucoup plus réfléchie.



Il reste à déterminer si le cycle de resserrement de la *Fed* a atteint son pic, du fait de la récente décision de cette dernière de suspendre toute nouvelle hausse des taux, et, plus important encore, quand la *Fed* commencera à assouplir sa politique monétaire en réduisant les taux – et à quel point.

Certes, cette mesure potentiellement tardive n'est peut-être qu'une question de degré et de calendrier. Nous sommes d'avis que les taux d'intérêt seront sans doute plus bas l'an prochain à pareille date – non seulement aux États-Unis, mais également dans de nombreux pays,

notamment le Canada, où la croissance est déjà négative pour le troisième trimestre – et qu'une baisse est attendue en réponse à une décélération de l'économie qui augmente le taux de chômage, mais qui jugule l'inflation.

Dans ce cas, les marchés pourraient vraisemblablement rester volatils à court terme, mais trouver davantage leurs marques au second semestre. Par exemple, les marchés boursiers se déprécient souvent au début d'une récession et peuvent le faire à nouveau si les prévisions de bénéfices sont rajustées à la baisse pour refléter les conditions économiques. Mais cette faiblesse devrait céder la place à une période plus propice, guidée par une politique monétaire plus souple et l'anticipation d'une reprise économique. Cela pourrait à son tour donner un coup de pouce à une sélection beaucoup plus large d'actions et de secteurs que la poignée d'actions qui ont profusément contribué à la reprise de cette catégorie d'actif cette année.

Entre-temps, en 2024, les marchés obligataires pourraient tirer avantage de leur rôle traditionnel de refuge en période d'incertitude économique accrue, mais aussi des baisses des taux d'intérêt par les banques centrales qui rendraient les obligations actuelles émises à des taux plus élevés en général plus intéressantes. De nombreux investisseurs en titres à revenu fixe accueillaient favorablement ce changement, notamment ceux qui ont subi trois années consécutives de rendements négatifs pour leurs bons du Trésor américain à plus longue échéance.

Néanmoins, les investisseurs ne devraient pas exclure totalement un scénario d'atterrissage en douceur, surtout aux États-Unis, où la croissance devrait être

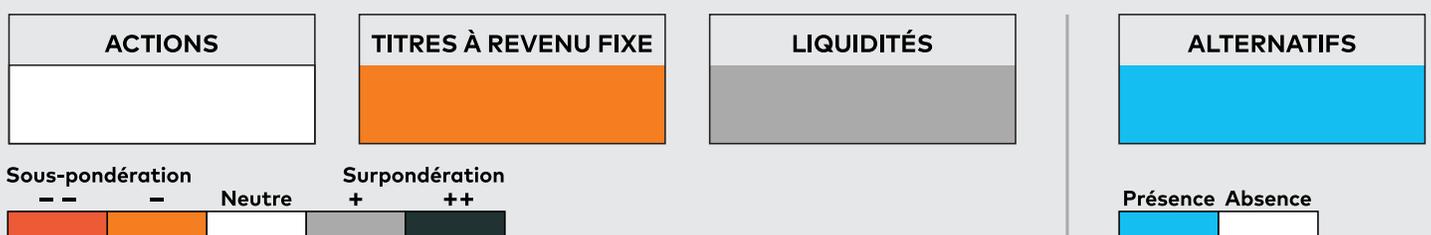
modérée, mais encore positive ce trimestre. Si la Fed atteint son objectif d'inflation de 2 % sans déclencher de récession, la toile de fond des marchés pourrait être bien différente – même si elle reste prometteuse. En effet, les taux d'intérêt pourraient ne pas baisser autant qu'ils le feraient autrement, mais les investisseurs ne l'exigeraient probablement pas s'ils sont convaincus que la croissance économique peut être viable à plus long terme.

Quoi qu'il en soit, bien que ces deux scénarios proposent des trajectoires différentes, les marchés des actions et des titres à revenu fixe pourraient finalement évoluer dans de meilleures conditions qu'aujourd'hui. Mais rien n'est garanti, surtout si d'autres facteurs entrent en jeu et modifient la trajectoire de la présente conjoncture. Il convient particulièrement de rester attentif au climat géopolitique qui, en raison des guerres en Ukraine et au Moyen-Orient, continue de présenter de nombreux risques. Parallèlement, les élections présidentielles aux États-Unis l'an prochain pourraient ouvrir la voie à une volatilité accrue, surtout dans le cas d'un autre résultat controversé.

D'un point de vue pratique, la prudence reste donc de mise à l'approche de 2024, même si la dynamique des marchés semble aller dans la bonne direction. Dès lors, nous pensons qu'une position neutre à l'égard des actions et qu'une sous-pondération des obligations devraient être compensées, au moins pour l'instant, par une pondération légèrement plus élevée que la normale en liquidités dans un portefeuille 60/40. Mais à mesure que l'année 2024 avance, nous nous attendons à investir nos actifs de manière plus énergique dans ce qui devrait s'avérer être une année de progrès. ■

Veillez consulter la section intitulée « Dénis de responsabilité ».

Aperçu de la répartition de l'actif



Source : Comité de répartition de l'actif AGF, mise à jour du quatrième trimestre, au 1^{er} octobre 2023. Selon un portefeuille avec une répartition de l'actif de 60/40 (actions/titres à revenu fixe). Aux fins d'illustration seulement.

Catégories d'actifs : Vue d'ensemble



Actions



Titres à revenu fixe



Devises



Actifs réels



Marchés privés

STEPHEN WAY, TRISTAN SONES, TOM NAKAMURA, SHERRY XU, STEPHEN BONNYMAN, ASH LAWRENCE



Actions

Chercher plus loin des occasions de placement

Les occasions de placement sur les marchés boursiers américains pourraient se trouver à l'extérieur du petit groupe de titres liés à l'intelligence artificielle, et les actions de l'Europe, de la Chine et du Japon pourraient offrir d'autres possibilités de rendement au cours de l'année prochaine.

Stephen Way

Les marchés boursiers mondiaux ont enregistré des rendements positifs en 2023, malgré l'incertitude importante liée aux faillites des banques, aux événements géopolitiques et au ralentissement économique, face à une inflation atteignant des niveaux inégalés depuis dix ans et à une hausse des taux d'intérêt. Le marché boursier américain a été l'un des plus étroits depuis des décennies, en raison de la forte progression des actions liées à l'intelligence artificielle (IA) et aux grands modèles de langage au début de l'année. Par conséquent, les actions à grande capitalisation ont nettement surpassé les actions à petite capitalisation, sous l'effet de la frénésie à l'égard de l'IA, et de la préférence des investisseurs pour la sécurité perçue des titres à grande capitalisation, dans un contexte d'incertitude.

La question est de savoir si les marchés resteront un « pays de géants ». Nous avons des doutes à ce sujet et croyons que de meilleures occasions existent sur les marchés américains, à l'extérieur du petit groupe de titres liés à l'intelligence artificielle.

La résilience de l'économie américaine en 2023 en a surpris plusieurs. Elle a été soutenue par la robustesse du marché de l'emploi, l'excédent d'épargne des consommateurs provenant des mesures de relance de 2021 et des apports de liquidités inattendus, lorsque les décideurs publics ont renfloué les banques régionales. Nous sommes d'avis que certains de ces facteurs favorables pourraient se transformer en facteurs défavorables l'an prochain, à mesure que les effets de la relance et de l'épargne s'estomperont. Historiquement, les années d'élection aux États-Unis – et 2024 en est une – ont été accompagnées d'une volatilité accrue sur les marchés boursiers, mais, paradoxalement, elles ont aussi donné lieu à un contexte plus favorable pour les investisseurs qui choisissent leurs titres. Fait intéressant, d'un point de vue historique, un Congrès américain partagé a donné lieu au meilleur résultat du marché, soit un rendement annuel moyen de 11 % dans les années d'élection depuis 1928. Ces facteurs peuvent avoir une incidence généralisée sur les marchés boursiers américains, ce qui donne à penser que les investisseurs pourraient bénéficier d'une perspective élargie, au-delà des méga-capitalisations, en 2024.

Plusieurs banques centrales mondiales ont continué de relever leurs taux directeurs en 2023 en raison des pressions inflationnistes. Nous nous attendons à ce que l'inflation de base persiste l'an prochain, ce qui pourrait forcer les banques centrales à maintenir des taux directeurs plus élevés plus longtemps que le marché ne le prévoit. Pourtant, tous les effets du resserrement monétaire des banques centrales n'ont pas encore été observés dans plusieurs pays, en raison de leurs longs délais. Même si l'on s'entend de plus en plus pour dire qu'une transition en douceur pourrait se



Actions

produire aux États-Unis en 2024, si l'on se fie à l'histoire, le phénomène est très peu commun, puisqu'il ne s'est réalisé que quatre fois au cours des 75 dernières années, selon les données de recherche de Ned Davis. Nous nous attendons plutôt à une légère récession, compte tenu de la rapidité et de l'intensité des récentes mesures de resserrement monétaire, et d'autres indicateurs économiques prospectifs prudents.

Les dépenses en immobilisations devraient continuer de se redresser, en raison de l'impératif de sécurité dans le contexte géopolitique mondial. Deux lois américaines favorables à la politique industrielle, adoptées en 2022, devraient continuer de soutenir le cycle des dépenses en immobilisations. L'*Inflation Reduction Act* (IRA) et la *Creating Helpful Incentives to Produce Semiconductors and Science Act* (CHIPS) ont procuré des milliards de dollars aux fabricants pour la production aux États-Unis, et ont aidé à attirer des sociétés étrangères dans le but de construire des installations de production aux États-Unis.

Les thèmes qui bénéficient d'un vaste soutien comprennent la relocalisation, les dépenses manufacturières et militaires aux États-Unis, étant donné le faible risque de réduction des dépenses militaires, même par les « chasseurs » de déficit. Nous croyons que toutes ces tendances sont favorables aux actions et à la croissance du produit intérieur brut (PIB). Les prévisions de dépenses en immobilisations demeurent solides, plus particulièrement celles des plus grandes sociétés technologiques. Le cycle de mise à niveau et les investissements au pays dans un contexte de relocalisation pourraient indiquer un accroissement possible et substantiel de la productivité.



Nous nous attendons à ce que l'inflation de base persiste l'an prochain, ce qui pourrait forcer les banques centrales à maintenir des taux directeurs plus élevés plus longtemps que le marché ne le prévoit.

Les économies européennes se sont mieux comportées que prévu en 2023. Sur les marchés boursiers, 8 des 11 secteurs GICS (Global Industry Classification Standard) ont affiché un rendement en Europe qui est supérieur à celui aux États-Unis. Toutefois, les actions européennes ont continué d'accuser un recul par rapport aux actions américaines, en grande partie en raison de la vigueur du secteur américain des technologies de l'information (TI) et de la moins grande importance de celui-ci sur les marchés européens. Nous nous attendons à ce que les bénéfices européens de ce secteur changent de direction en 2024, car le resserrement de la politique monétaire des banques centrales pèsera davantage sur le secteur des entreprises.

En Asie, le Japon est sorti de trois décennies de stagnation économique et a observé une accélération de la réforme des entreprises, ce qui pourrait continuer de soutenir les actions japonaises. Toutefois, la Banque du Japon mettra probablement fin au contrôle de la courbe des taux en 2024, ce qui pourrait exercer des pressions à la hausse sur les taux obligataires mondiaux, étant donné que les taux obligataires de ce pays continuent d'augmenter. Nous sommes d'avis



Actions

que ce qui est encourageant, c'est que le gouvernement japonais tente de promouvoir une culture boursière au Japon, afin de corriger des décennies d'inattention des entreprises aux rendements des actionnaires. Cela va de pair avec la normalisation des politiques.



Le cycle de mise à niveau et les investissements au pays dans un contexte de relocalisation pourraient indiquer un accroissement possible et substantiel de la productivité.

En revanche, la Chine a connu une reprise décevante et lente avec la réouverture de son économie, en raison de difficultés structurelles liées à l'endettement élevé, à la démographie et à la déflation, ainsi qu'à la situation géopolitique. Jusqu'ici, les autorités chinoises ont eu recours à des outils monétaires et à des mesures budgétaires relativement modestes pour stimuler l'économie, ce qui a quelque peu désillusionné les investisseurs. Des mesures de relance substantielles semblables à celles décrétées lors des replis de 2008-2009 et de 2015-2016 semblent peu probables. Néanmoins, nous prévoyons que la Chine poursuivra sa récente politique visant à stimuler la confiance, à stabiliser les marchés immobiliers et à soutenir la croissance économique globale. ■

Veillez consulter la section intitulée « Défis de responsabilité ».



Titres à
revenu fixe

Les difficultés sont-elles choses du passé?

La possibilité que la Réserve fédérale américaine reste sur la touche pourrait s'avérer favorable pour de nombreux marchés, plus particulièrement dans les pays où les banques centrales ont commencé tôt à resserrer leur politique monétaire.

Tristan Sones

L'année 2024 pourrait être celle où les banques centrales cesseraient généralement de nuire au rendement des obligations d'État, mais la question de savoir si elles peuvent se transformer en facteurs favorables est largement régionale et propre à chaque pays.

Les effets retardés du resserrement appliqué jusqu'ici devraient continuer de nuire à la croissance mondiale en 2024. Ces répercussions se font sentir à divers degrés partout dans le monde.

Les pays qui ont adopté une approche proactive pour lutter contre l'inflation et qui ont relevé précocement les taux de façon énergique en ressentent maintenant davantage les effets, leurs économies montrant des signes de ralentissement. Certains pays de l'Amérique latine et de l'Europe de l'Est font partie de cette catégorie. Sur une note plus positive, l'inflation dans ces régions a diminué suffisamment, dans bien des cas, pour favoriser un assouplissement de la politique monétaire. Or, même si les marchés se sont graduellement laissé emporter par l'enthousiasme à l'égard des réductions de taux, celui-ci a rapidement été remplacé par un scepticisme, car la croissance aux États-Unis a continué d'en surprendre beaucoup par sa résilience plus tôt cette année, ce qui laisse entrevoir la possibilité que la Réserve fédérale américaine (*Fed*) resserre davantage sa politique monétaire.



l'économie américaine semble enfin montrer des signes de ralentissement, ce qui accroît la probabilité que la *Fed* cesse de relever les taux d'intérêt.

Plus récemment, toutefois, l'économie américaine semble enfin montrer des signes de ralentissement, ce qui accroît la probabilité que la *Fed* cesse de relever les taux d'intérêt. Or, cette situation n'est pas nouvelle, et les marchés s'emballent de nouveau, devançant le calendrier des réductions de taux dans leurs prévisions. Si la croissance aux États-Unis continue de ralentir, la perspective de réductions de taux à compter de 2024 restera valable, mais il est peu probable qu'elle se concrétisera avant le deuxième semestre. Même si elle est en baisse, l'inflation a encore besoin de temps pour se révéler bénigne de façon plus généralisée et atteindre un niveau plus acceptable de manière absolue. Il est difficile d'imaginer que la *Fed* abaissera sensiblement les taux d'intérêt alors que l'inflation reste supérieure à la cible. Les marchés ne devraient donc pas écarter la possibilité de réductions de taux limitées, voire inexistantes, en 2024.



Titres à revenu fixe

La Banque du Canada pourrait être en meilleure posture pour abaisser graduellement les taux directeurs en 2024, car l'économie canadienne n'a pratiquement pas enregistré de croissance réelle pendant la majeure partie de 2023. De plus, une grande partie des renouvellements de prêts hypothécaires à coût supérieur arriveront à échéance au cours de la prochaine année, ce qui pèsera encore plus sur les consommateurs déjà tendus.

Les débats entre l'assouplissement des taux directeurs et leur maintien en territoire restrictif pourraient se poursuivre pendant la première moitié de l'année. Il semble probable que la *Fed* refroidira les ardeurs du marché qui espère un assouplissement rapide. Néanmoins, la possibilité que la *Fed* reste sur la touche pourrait suggérer une issue favorable pour de nombreux marchés, surtout dans les pays où les banques centrales ont commencé tôt à resserrer leurs politiques monétaires. Des pays comme le Mexique et le Brésil ont des taux réels très élevés et pourraient être en mesure d'assouplir tranquillement les taux directeurs si la *Fed* a effectivement terminé son cycle de resserrement.

L'Europe occidentale connaît déjà un ralentissement de la croissance, ce qui a mis la Banque centrale européenne (BCE) en mode attentiste. Ce ralentissement de la croissance est en grande partie attribuable à la morosité de l'économie chinoise. La région asiatique a généralement évolué à contre-courant de ses homologues européenne et américaine, en ce sens que l'inflation n'est pas un problème aussi important. Par conséquent, les banques centrales de la région n'ont jamais mis en œuvre le même degré de resserrement monétaire.

La Banque du Japon fait figure d'exception, n'ayant apporté que de petites modifications à sa stratégie de contrôle de la courbe des taux, malgré une inflation élevée. Toutefois, en 2024, un changement important à sa politique monétaire est probable, à savoir la fin du contrôle de la courbe des taux et un premier taux directeur positif depuis 2015. Cela dit, la Banque du Japon évoluera probablement plus lentement et graduellement que ce à quoi bon nombre s'attendent, ce qui aura des répercussions moins marquées sur les marchés mondiaux des taux d'intérêt.

Indépendamment de ce qui se produira en 2024, les taux des obligations d'État qui se situent près de leurs sommets des 20 dernières années donnent une longueur d'avance aux investisseurs. Les taux courants procurent un rendement concurrentiel et l'avantage supplémentaire d'une possible compensation du risque si une détérioration importante de la croissance se produit. Toutefois, la volatilité pourrait rester élevée en raison des fluctuations de la croissance par rapport à l'inflation, exacerbées par le coût plus élevé du financement de déficit auquel presque tous les pays sont confrontés. Ce manque de marge de manœuvre budgétaire est une autre raison pour laquelle la croissance dans son ensemble pourrait être plus ténue que ce que les marchés pourraient espérer. ■

Veillez consulter la section intitulée « Défis de responsabilité ».



Devises

Le moment est venu de refocaliser

Les stratégies de portage sur les marchés des changes pourraient être à risque, et une approche plus diversifiée de la gestion des devises pourrait être essentielle.

Tom Nakamura et Sherry Xu

En photographie, il existe un concept appelé bokeh. Essentiellement, il s'agit de focaliser sur votre sujet en faisant en sorte que l'arrière-plan reste flou. Cet effet bien connu attire l'attention sur le sujet et élimine les distractions. Plus l'arrière-plan est flou, plus le bokeh est bien réussi.

Les marchés des changes se trouvent souvent dans une situation de bokeh. Même si les investisseurs sont conscients des risques, ces derniers ont tendance à se situer à l'extérieur du plan – soit dans un environnement flou – jusqu'à ce qu'un jour, ils s'imposent en tant que sujet unique ou, dans certains cas, sujets multiples, et deviennent clairement définis.

En 2024, nous croyons que les stratégies de portage sur les marchés des changes pourraient être à risque et qu'une approche plus diversifiée pour la gestion des devises pourrait être essentielle. Le portage est habituellement la priorité des marchés des changes. Cette stratégie est facile à comprendre, elle est mesurable et elle fonctionne bien généralement. Une stratégie de portage consiste à acheter une devise à long terme assortie d'un taux d'intérêt élevé et à vendre une devise assortie d'un faible taux d'intérêt. Comme les taux d'intérêt sont facilement observables sur le marché et que leurs facteurs (qui les font monter ou descendre) sont bien compris, le portage est souvent intéressant pour les participants au marché. Cette stratégie repose sur le principe que les taux de change (ce que nous appelons les cours au comptant) devraient revenir à la moyenne. Autrement dit, une stratégie de portage ne prévoit pas ou n'a pas besoin que les taux de change évoluent dans une direction favorable.



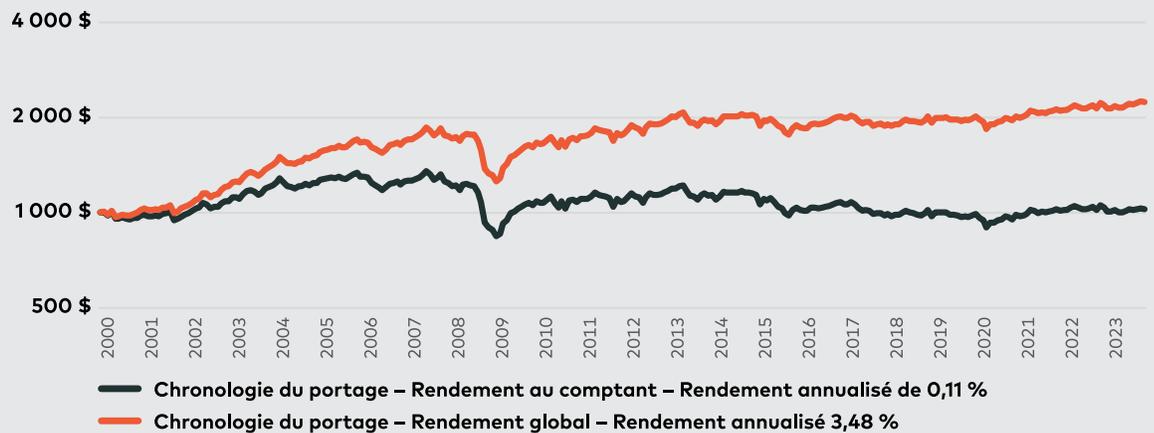
Lorsque les stratégies de portage commencent à accuser un recul, c'est souvent parce que les marchés se sont tournés vers des facteurs plus fondamentaux, et que le risque géographique fait l'objet d'une attention particulière.

Pour illustrer cette situation, nous avons établi une stratégie de portage simple et compilé les résultats dans le graphique de la figure ci-après. La stratégie choisit parmi neuf monnaies de marchés développés, classe et achète chaque mois les trois monnaies affichant les rendements les plus élevés et vend les trois monnaies affichant les rendements les plus faibles, dans des proportions égales. Le rendement global annualisé de cette stratégie depuis janvier 2000 est de 3,5 % (ligne orange). La ligne bleue du graphique représente le rendement au comptant, qui a été considérablement différent. Les fluctuations au comptant (taux de change) à elles seules ne sont pas intéressantes. La différence entre ces deux lignes est le rendement de portage, à savoir ce que les stratégies de portage cherchent à obtenir.



Devises

Rendement des opérations de portage



Source : Bloomberg L.P., au 31 octobre 2023. Toutes les données sont libellées en dollars canadiens. Les neuf monnaies utilisées dans cette analyse sont le dollar américain (USD), l'euro (EUR), le yen japonais (JPY), la livre sterling (GBP), le dollar australien (AUD), le franc suisse (CHF), la couronne suédoise (SEK), le dollar néo-zélandais (NZD) et la couronne norvégienne (NOK).

Le problème est que les stratégies de portage peuvent s'effondrer lorsque les cours au comptant baissent considérablement. Nous pouvons observer plusieurs épisodes où le rendement global de la stratégie de portage est entravé par le rendement au comptant. Les conditions de marché existantes au moment de tels épisodes sont habituellement liées à des préoccupations économiques à l'égard d'une baisse, qui se manifestent pendant des périodes telles que la crise financière mondiale. Plus l'inquiétude à l'égard des risques économiques est grande, plus il est probable que la baisse des cours au comptant éclipse les gains de portage prévus. C'est dans ce genre de contexte que les stratégies de portage sont exposées aux risques.

Lorsque les stratégies de portage commencent à accuser un recul, c'est souvent parce que les marchés se sont tournés vers des facteurs plus fondamentaux, et que le risque géographique fait l'objet d'une attention particulière. Un peu comme des investisseurs en titres de créance, les investisseurs en devises examineront la solvabilité des pays, la durabilité des taux d'intérêt offerts et les facteurs de demande et d'offre qui entrent en jeu. Lorsque les pays dont la monnaie de portage est élevée comportent plus de risques que ceux dont la monnaie de portage est faible, cela peut entraîner des rajustements négatifs pour les rendements au comptant. Souvent, les pays à risque élevé offrent des rendements plus élevés, comme c'est le cas sur les marchés du crédit.

Les mesures budgétaires et monétaires prises en réponse à la pandémie ont créé un contexte favorable pour les stratégies de portage, mais la plupart de ces politiques sont en voie d'être annulées. Plusieurs monnaies à portage élevé, dont la livre sterling et le dollar canadien, ont affiché une surperformance relative sur les marchés développés, malgré la faiblesse du profil économique. De même, de solides rendements de portage ont été enregistrés au sein des marchés émergents, plus particulièrement en Amérique latine et en Europe de l'Est.

Le contexte budgétaire et monétaire semble toutefois sur le point de changer. Les banques centrales sont impatientes de ramener leur politique monétaire à la « normale », ce qui commence à peser sur les perspectives de rendement économique. Par ailleurs, les dépenses publiques énergiques créent un risque de difficultés budgétaires dans de nombreuses économies développées et émergentes.

Selon nous, l'année 2024 devrait être une année où les données fondamentales retiendront davantage l'attention, ce qui signifie que les marchés pourraient être surexposés au portage. Le moment est venu d'examiner cet environnement flou et de mesurer les risques en conséquence. ■

Veuillez consulter la section intitulée « Défis de responsabilité ».



Actifs réels

Investir dans le monde réel

Les actifs réels pourraient être bien placés pour jouer un rôle important au sein des portefeuilles pendant le prochain cycle.

Stephen Bonnyman

Au cours de la dernière année, les marchés boursiers mondiaux ont été extrêmement volatils en raison de la flambée des prix et des taux d'intérêt, obligeant la réinitialisation de nombreux paramètres d'évaluation et influant sur le rendement et l'ampleur du marché. Bien que les taux d'intérêt puissent reculer depuis leurs niveaux actuels, nous croyons qu'il est improbable qu'un environnement de taux très bas tel qu'observé durant la dernière décennie puisse revenir de sitôt. Contrairement à ce que l'ensemble du marché ou les objectifs de la Réserve fédérale américaine nous laissent supposer, l'inflation pourrait bien être plus difficile que prévu à juguler, et la protection contre l'inflation pourrait s'avérer un élément à prendre en compte lors de l'assemblage d'un portefeuille à moyen terme.

Cette toile de fond, jumelée au risque accru de récession, pourrait inciter les investisseurs à rechercher des occasions offrant des rendements stables et croissants, des bénéfices moins fébriles et une corrélation inférieure avec l'ensemble du marché boursier. Les actifs réels (c.-à-d. les produits de base, l'immobilier, les infrastructures, les services aux collectivités) ont traditionnellement arboré toutes ces qualités et, dans de nombreux cas, ces occasions sont présentement disponibles à des évaluations abordables.



Bref, une pondération en actifs réels gérée selon une démarche active pourrait s'avérer essentielle en matière de rendement au cours du prochain cycle, en permettant aux investisseurs de participer aux tendances émergentes et de protéger leurs portefeuilles contre le risque économique à court terme.

À l'échelle mondiale, le secteur des services aux collectivités a connu l'une de ses pires années en matière de rendement, la hausse des taux et l'étranglement du marché ayant incité les investisseurs à se tourner vers un nombre plus restreint de secteurs et d'actions. Le secteur mondial des services aux collectivités se négocie aujourd'hui à des ratios parmi les plus bas depuis de nombreuses années (par rapport à lui-même et à l'ensemble du marché), et ce, en dépit de l'amélioration des marges ainsi que des bénéfices du secteur. L'univers des actifs immobiliers – à savoir à forte intensité de capital – a été éprouvé par le manque de réinvestissements au cours de la dernière décennie, ce qui a permis aux fournisseurs en place d'accroître leur pouvoir de fixation des prix, et qui a créé de nouvelles occasions d'investissement dans des installations nouvelles ou existantes.



Actifs réels

De plus, les services aux collectivités se démarquent habituellement quand l'inflation et les taux reculent (scénario qui mènerait à l'atterrissage en douceur recherché par le marché), et la possibilité de compter sur des bénéfices constants, des bilans solides et des dividendes stables pourrait ramener les investisseurs vers ce secteur. Selon nous, un portefeuille bien structuré composé d'actifs réels peut permettre aux investisseurs d'obtenir des rendements réels positifs, de bénéficier d'une solide protection contre l'inflation, de réduire le risque en cas de récession, d'enregistrer des rendements moins volatils et de tirer parti d'une diversification importante par rapport à l'ensemble du marché boursier.



Même s'ils sont souvent oubliés, les actifs réels constituent aussi la pierre angulaire de la plupart des développements thématiques qui dominent le cycle actuel de nouvelles.

Même s'ils sont souvent oubliés, les actifs réels constituent aussi la pierre angulaire de la plupart des développements thématiques qui dominent le cycle actuel de nouvelles. Au cours des années à venir, nous pensons qu'ils devraient jouer un rôle clé dans ce qui suit : tarification et rareté de l'énergie (énergie et services aux collectivités); dépendance au lithium, au nickel et à d'autres métaux dans le cadre de la production de véhicules électriques (exploitation minière); besoin de stabilité de la production et du réseau du côté des énergies renouvelables et de l'électrification (services aux collectivités, câbles et pylônes); besoins uniques en énergie et dépendance vis-à-vis des centres de données d'intelligence artificielle (immobilier); pénurie croissante de logements; et défi permanent quant à l'approvisionnement alimentaire et à la hausse des prix des aliments (engrais, terres agricoles, logistique).

Bref, une pondération en actifs réels gérée selon une démarche active pourrait s'avérer essentielle en matière de rendement au cours du prochain cycle, en permettant aux investisseurs de participer aux tendances émergentes et de protéger leurs portefeuilles contre le risque économique à court terme. ■

Veillez consulter la section intitulée « Défis de responsabilité ».



Marchés
privés

Un tournant positif pour les marchés privés

CapitalPrivé |  AGF

La fin possible du cycle de hausses des taux pourrait être de bon augure pour certains investissements sur les marchés privés en 2024.

Ash Lawrence

Après plus d'une décennie de rendements positifs, la plupart des secteurs des marchés privés ont été malmenés au cours des 18 derniers mois, selon les données de recherche de Preqin. Tout comme la majorité des catégories d'actifs, les placements non traditionnels privés ne sont pas à l'abri d'un climat macroéconomique marqué par une inflation tenace et élevée et des taux d'intérêt en hausse. Cette conjoncture a un effet d'entraînement qui ralentit la réalisation d'actifs, ce qui réduit les distributions et, par conséquent, les nouvelles levées nettes de capitaux. Les incidences négatives de cet environnement sur les rendements et les prévisions d'un ralentissement économique ont fait en sorte que le secteur a affiché un rythme de croissance plus lent que la moyenne pour la seconde moitié de la dernière décennie. Pour la première fois depuis longtemps, les actifs privés seront confrontés à une tâche ardue en 2024.

Cependant, malgré un contexte plus compliqué, les marchés privés ont maintenu leur élan positif. Ces actifs gérés devraient encore croître à un taux annualisé de 11,9 % au cours des quatre prochaines années, outre une trajectoire déjà impressionnante au cours de laquelle l'ampleur de la catégorie des actifs non traditionnels a presque doublé depuis 2018.

Bien que le contexte actuel ait donné lieu à des rendements très mixtes jusqu'à présent, la fin attendue du cycle de hausses des taux d'intérêt pourrait permettre d'enregistrer des résultats plus positifs, les capitaux restés sur la touche étant redéployés dans un éventail plus large de stratégies, y compris de capital-investissement et de crédit privé.

Le total de l'actif géré à l'échelle mondiale devrait atteindre **18 300 milliards \$US** d'ici la fin de 2027, par rapport à **9 300 milliards \$US** à la fin de 2021. Cela représente un taux de croissance **annuel composé de 11,9 %** entre 2021 et 2027 (**contre 14,9 % entre 2015 et 2021**).

Source : Preqin, rapport *Future of Alternatives 2027*, au 5 octobre 2022.



Marchés privés

Crédit privé : Encore ces mêmes rendements solides?

Parmi les différents types de placements sur les marchés privés, celui du crédit privé a été l'un des plus grands bénéficiaires du récent cycle de majorations des taux. Bien qu'une partie de cette croissance soit assurément attribuable aux rendements en hausse du secteur, les prêteurs privés ont tiré parti de l'expansion de la gamme d'occasions offertes, car le resserrement des conditions de prêt des contreparties traditionnelles a suscité la formation d'un groupe intéressant d'emprunteurs mal desservis. Même si de multiples facteurs ont joué un rôle dans la mise en place de cette dynamique, celle-ci est surtout manifeste depuis l'effondrement de la Silicon Valley Bank en avril, qui a incité de nombreuses banques régionales américaines de taille moyenne à réduire leurs activités de prêts pour éviter de subir le même sort. En fait, des données récentes de la Réserve fédérale américaine indiquent que la croissance du secteur des prêts bancaires traditionnels octroyés a été réduite de moitié pour presque tous les types de prêts cette année. Nous notons une tendance comparable au Canada, car les banques cherchent à réduire leur exposition, à se concentrer sur les clients à marge plus élevée et à répondre aux changements réglementaires relativement à leurs exigences en matière de capital.

Cette situation présente davantage d'occasions potentielles pour les prêteurs privés, qui peuvent s'avérer la seule option pour les sociétés emprunteuses ayant besoin de lever des capitaux présentement. De plus, on pourrait s'attendre à ce que cette tendance se poursuive à supposer que la croissance économique s'affaiblisse en 2024 et que les conditions générales de prêt se resserrent encore davantage.

Malgré cela, les perspectives à court terme du crédit privé ne sont pas sans risques. D'une part, la menace d'un profond ralentissement économique l'an prochain exercera sans aucun doute des pressions sur les emprunteurs. En fait, nous en observons déjà les signes, mais ces pressions sont restées relativement négligeables malgré la montée des coûts du service de la dette découlant des hausses des taux à ce jour. Entre autres préoccupations, les investisseurs devraient se méfier des stratégies qui investissent dans des prêts privés assortis de garanties et de clauses restrictives faibles ou qui sont mal classés dans la structure du capital des sociétés auxquelles ils accordent des prêts.

Ce qui est peut-être plus important encore, c'est que les investisseurs pourraient devoir prendre le temps de comprendre la démarche relative à l'octroi de prêts adoptée par les gestionnaires qu'ils choisissent pour investir leurs capitaux. Une conjoncture complexe signifie que les prêteurs privés doivent posséder les compétences nécessaires pour correctement évaluer le crédit d'un emprunteur ainsi que le soumettre à des tests de résistance, et structurer les prêts de manière à offrir les protections adéquates et à atténuer les risques afin d'éviter des résultats négatifs.

Peu importe, le secteur du crédit privé devrait continuer sur sa lancée en 2024, car les prêteurs traditionnels ne semblent pas prêts à passer au mode croissance avant la fin de l'année prochaine. Nous croyons que le potentiel de rendements solides reste largement intact grâce à des rendements toujours intéressants et à une demande croissante de la part des investisseurs institutionnels et de détail à la recherche de diversification accrue au sein de leurs portefeuilles.

Capital-investissement : Un retour en force?

Si le crédit privé a tiré parti du contexte actuel de hausses des taux, c'est tout le contraire pour le capital-investissement, qui pourrait donc avoir plus à gagner d'une réorientation de la politique monétaire l'an prochain.



Marchés privés

En effet, selon *PitchBook*, un fournisseur de données sur les marchés privés, l'année 2023 pourrait se révéler le creux de l'une des pires périodes de la décennie au point de vue des ventes de sociétés de portefeuille. La majoration des taux d'intérêt a nui aux volumes d'opérations boursières, attendu de l'effet de levier utilisé dans le cadre de la plupart des acquisitions d'actifs. Par conséquent, un écart important s'est creusé entre les attentes des acheteurs et celles des vendeurs en matière de prix.

Cela dit, nous constatons un certain regain des volumes d'opérations boursières, car les acheteurs et les vendeurs s'adaptent aux nouvelles réalités du coût du capital, et cette tendance pourrait se poursuivre en 2024. Si les banques centrales continuent de marquer une pause quant à leurs hausses de taux et que ceux-ci commencent à baisser au second semestre de 2024, nous pourrions assister à un regain d'activité dans le secteur du capital-investissement.

Qui plus est, bien que les perspectives d'un ralentissement économique l'an prochain puissent défavoriser les évaluations actuelles des portefeuilles, la conjoncture pourrait également déclencher un nouveau cycle d'achats plus tard dans l'année. La plupart du temps, les périodes de ralentissement tendent à procurer certains des meilleurs rendements pour ceux qui ont une réserve de capitaux (c.-à-d. des liquidités) à déployer et qui sont prêts à saisir les occasions qui se présentent.

Bref, l'année 2024 pourrait potentiellement marquer l'arrivée de jours meilleurs pour les marchés privés en regard de 2023 – le crédit privé affichant de nouveaux gains et le capital-investissement effectuant un retour en force, tandis que les actifs gérés continuent de croître à l'échelle mondiale et d'atteindre de nouveaux sommets. ■

Veillez consulter la section intitulée « Défis de responsabilité ».

Collaborateurs – Catégories d'actifs : Vue d'ensemble



Stephen Way, CFA®

VPP et chef des actions mondiales et des marchés émergents
Placements AGF Inc. et
AGF Investments America Inc.



Tristan Sones, CFA®

VP et gestionnaire de portefeuille,
cochef de l'équipe des titres à revenu fixe
Placements AGF Inc.



Tom Nakamura, CFA®

VP et gestionnaire de portefeuille, Stratégie des devises,
cochef de l'équipe des titres à revenu fixe
Placements AGF Inc.



Sherry Xu, MBA, CFA®

Analyste des taux de change
Placements AGF Inc.



Stephen Bonnyman, MBA, CFA®

VP, gestionnaire de portefeuille et chef de la recherche
sur les actions
Placements AGF Inc. et
AGF Investments America Inc.



Ash Lawrence

Vice-président principal et
chef de Capital Privé AGF
Placements AGF Inc.



Incertitudes entourant les élections

Les élections présidentielles de 2024 aux États-Unis pourraient avoir des répercussions profondes sur les marchés des capitaux. Voici un aperçu « lointain » de ce que les investisseurs doivent savoir sur la course à la Maison-Blanche.

GREG VALLIERE



Greg Valliere

Stratège politique en chef, spécialiste des États-Unis
Placements AGF Inc.

Jamais dans l'histoire politique des États-Unis une course à la présidence n'a ressemblé à celle qui, apparemment, sera infligée aux Américains en 2024 – Joe Biden, 81 ans, contre Donald Trump, 77 ans. Les deux candidats sont tellement portés à commettre des gaffes que les électeurs réclament un autre choix, mais il est très peu probable que cela se produise. Nous assisterons, semble-t-il, à une course entre M. Biden et M. Trump; une course qui encore une fois pourrait embraser le pays.

Existe-t-il un autre choix? Les dates limites pour déposer des candidatures sont passées et les chances sont très minces qu'un nouveau candidat – ou un tiers parti – puisse se présenter pour changer la donne. Il est peu probable qu'une contestation constitutionnelle afin de disqualifier la candidature de M. Trump réussisse; et même si M. Trump est reconnu coupable d'un crime fédéral l'an prochain, il pourrait faire traîner la procédure d'appel pendant des mois, voire des années.

Est-ce que M. Trump pourrait exercer ses fonctions de président depuis une prison? La plupart des spécialistes du droit répondent par l'affirmative. Est-ce que le ministère de la Justice lui permettrait de se gracier lui-même? La plupart des spécialistes du droit s'attendent à ce que cela se produise.

Présentement, M. Trump est légèrement en tête du peloton en fait des élections présidentielles; il mène dans certains des États dits clés (Pennsylvanie, Géorgie, Arizona et Michigan). Néanmoins, ces élections sont loin d'être gagnées d'avance pour lui, et M. Biden peut s'attribuer une partie du mérite d'avoir été président alors que l'économie était étonnamment solide.

Mais M. Biden est confronté à plusieurs obstacles, et pas seulement à son âge. Des milliers d'immigrants illégaux affluent chaque jour aux États-Unis, les crimes commis avec des armes à feu sont omniprésents dans les villes américaines et l'inquiétude économique persiste, sans

compter que les activités commerciales du fils de M. Biden, Hunter, devraient continuer d'attirer l'attention du Congrès.

Quelles sont les conséquences politiques des élections présidentielles?

Une victoire de M. Trump ouvrirait la voie à un climat réglementaire de laissez-faire, ce qui avantagerait les sociétés énergétiques ainsi que les secteurs des technologies et des soins de santé. M. Trump insisterait sur la prolongation de sa réduction des impôts, car de nombreuses dispositions expireront en 2025. Une nouvelle réduction des impôts et une propension à dépenser pourraient faire grimper en flèche le déficit budgétaire, qui avoisine déjà les 2 000 milliards de dollars américains par an. Les déficits pourraient se creuser davantage sous sa gouverne, mais M. Trump ne s'est jamais montré particulièrement préoccupé par l'encre rouge fédérale.

À l'inverse, nous estimons que M. Biden serait meilleur pour le secteur de la défense, puisque M. Trump mettrait à profit le sentiment d'isolationnisme qui prévaut dans le pays, tandis que M. Biden ferait pression pour accroître l'aide offerte à l'Ukraine et à Israël. La géopolitique représentera sans doute un enjeu important. M. Trump affirme qu'il peut mettre fin aux guerres et vaincre ses ennemis en quelques jours, tandis que M. Biden s'appuie sur d'énormes dépenses dans le secteur de la défense. Selon nous, les dépenses du Pentagone dépasseront 1 000 milliards de dollars américains par an d'ici à deux ou trois ans.

Même les démocrates s'accordent à dire que la construction navale américaine accuse aujourd'hui beaucoup de retard en regard de celle de la Chine, et que les dépenses augmenteront dans ce secteur crucial. Nous ne croyons pas que les États-Unis manifesteront des hostilités ouvertes envers la Chine; les deux pays discuteront, mais il y a peu d'espoir d'un véritable dégel entre Washington et Pékin dans un avenir proche.

Quant aux points chauds, il est difficile d'imaginer une amélioration des relations avec la Russie tant que Vladimir Poutine sera au pouvoir; et l'Iran restera une grande

menace pour la stabilité du golfe Persique, car le pays se rapproche de la mise au point d'une bombe nucléaire brute.

Ces enjeux sont extrêmement graves, mais les Américains appuient de plus en plus une politique isolationniste.

L'aide offerte à Israël bénéficiera probablement d'un soutien adéquat de la part du Congrès, mais le soutien à l'Ukraine s'est affaibli à mesure que la guerre contre la Russie s'est engouffrée dans une impasse.

Qu'en est-il des élections au Congrès américain?

Aux États-Unis l'an prochain, il y aura d'autres élections importantes – celles des membres du Congrès qui se tiendront également le 5 novembre 2024. Nous croyons que les républicains ont de très bonnes chances de reconquérir le Sénat, car la diversité des candidats en lice

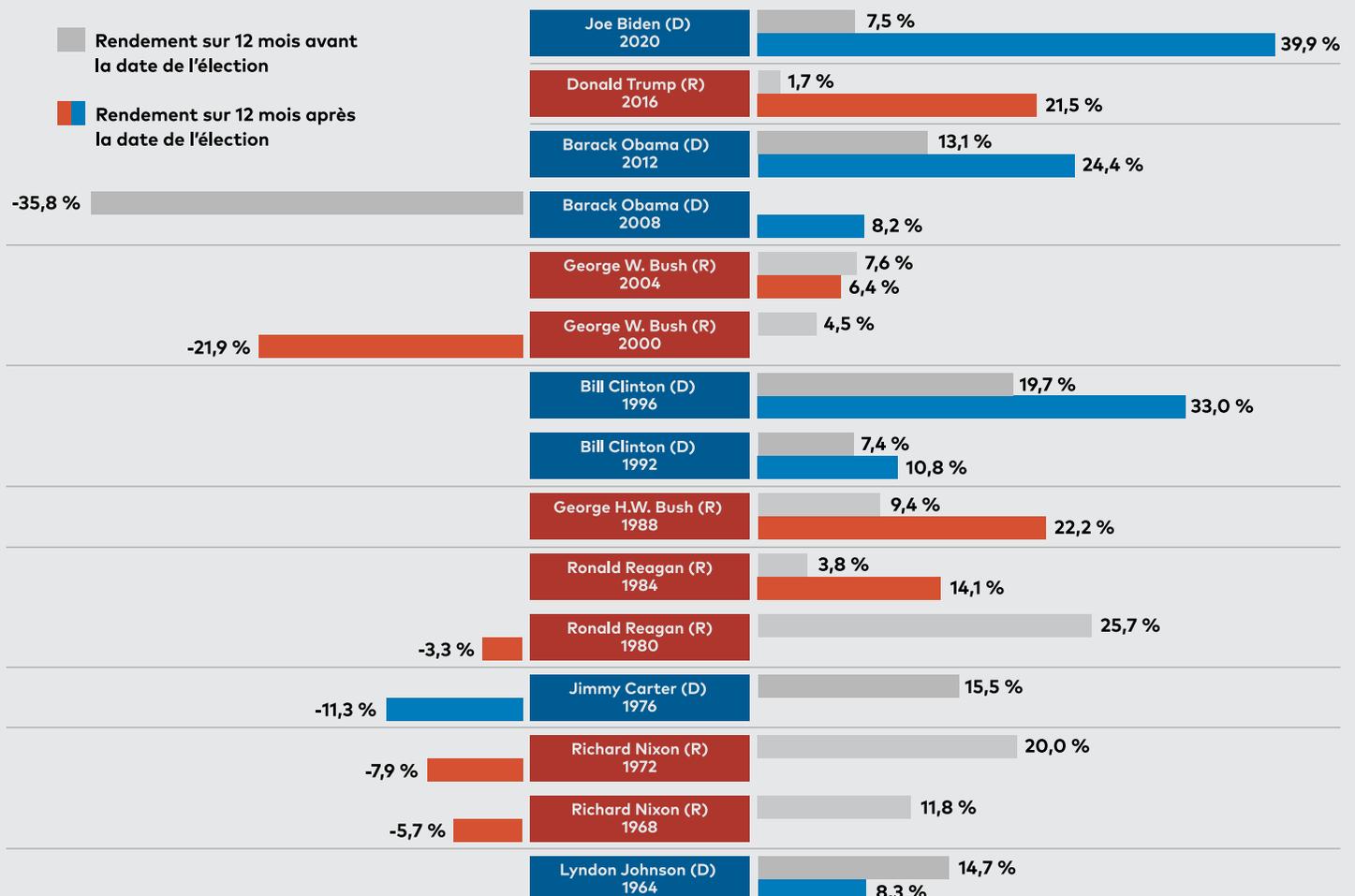
pour un nouveau mandat leur est davantage favorable. En revanche, ce même parti pourrait perdre sa fragile emprise sur la Chambre des représentants, surtout parce que les électeurs sont fortement opposés aux politiques radicales des républicains en matière d'avortement.

Peu importe qui remportera les élections présidentielles, le pays contempera immédiatement la personne en mesure de gagner en 2028; aux États-Unis, les campagnes ne prennent jamais fin. Andy Beshear, 45 ans, gouverneur démocrate du Kentucky, et Nikki Haley, 51 ans, ancienne gouverneure républicaine de la Caroline du Sud, sont présentement nos candidats favoris. Imaginez – des élections pour lesquelles les deux candidats seraient âgés de moins de 60 ans. ■

Veuillez consulter la section intitulée « Dénis de responsabilité ».

Avant et après

Rendements de l'indice S&P 500 – un an avant et un an après la date de l'élection.



Source : Bloomberg LP. Les rendements antérieurs ne constituent pas une indication des résultats futurs. On ne peut pas investir directement dans un indice.



Lent divorce dans les marchés émergents

La bifurcation des rendements des actions de certains pays en développement en 2023 est frappante. Voici pourquoi il serait avantageux pour les investisseurs de privilégier de solides facteurs fondamentaux dans le contexte en pleine évolution des marchés émergents.

REGINA CHI



Regina Chi, CFA®

VP et gestionnaire de portefeuille
Placements AGF Inc. et
AGF Investments America Inc.

Les marchés émergents s'apprêtent à clore l'année 2023 avec un certain fracas, mais relativement tenu. Alors que l'indice MSCI Marchés émergents a progressé en novembre, il est en hausse de 6 % depuis le début de l'année, ce qui n'est pas catastrophique, mais certainement moins bon que les rendements de l'indice élargi MSCI États-Unis (+14 %) et de l'indice MSCI Monde (+19 %).

Ce résultat ne devrait pas surprendre les investisseurs. La vigueur du dollar américain et la hausse des taux de rendement obligataires américains pendant l'année ont pesé sur les monnaies des marchés émergents et limité la capacité des banques centrales à réduire les taux. Récemment, la crise géopolitique au Moyen-Orient a provoqué, dans une certaine mesure, une ruée vers les titres de qualité sur les marchés mondiaux. Les actions chinoises, qui représentent près de 30 % de l'indice MSCI Marchés émergents, ont pour leur part connu une année très décevante, reculant de près de 11 % au cours de novembre. À l'aube d'une nouvelle année, les investisseurs se demandent si les marchés émergents peuvent rebondir de façon soutenue ou s'ils reprendront leur période de repli.

Il y a des raisons d'être optimistes. Les relèvements de taux décrétés par la Réserve fédérale américaine (*Fed*) tirent sans doute à leur fin, s'ils ne sont pas déjà terminés, et la perspective de réductions de taux se profile de plus en plus pour 2024, ce qui donnera aux marchés émergents la latitude nécessaire pour abaisser eux aussi leurs taux. Un « atterrissage en douceur » dans les marchés développés, s'il devait se concrétiser, protégerait leur rendement économique futur. Dans certains de ces marchés, la situation concernant le budget et les paiements courants est meilleure qu'elle ne l'a été depuis longtemps. L'amélioration des perspectives pour 2024 repose sur le potentiel de reprise en Chine, qui tarde à se réaliser en cette période postpandémique.

Cela dit, les scénarios pessimistes ne manquent pas. L'inflation et la hausse des taux pourraient aller à l'encontre des prévisions actuelles et persister l'année prochaine. La Chine pourrait encore décevoir. Étant donné l'incertitude qui règne, le contreponds des possibilités et des risques indique que les investisseurs qui font preuve de prudence sur les marchés émergents auraient avantage à concentrer leur attention sur les facteurs fondamentaux et à choisir leurs titres avec soin en 2024.

Examinons d'abord le « meilleur » scénario, en commençant par la Chine. On pourrait difficilement trop insister sur le fait que les actions chinoises ont nuï au rendement global des actions des marchés émergents en 2023. L'économie chinoise est sortie de la pandémie de COVID-19 profondément meurtrie et ne s'est pas encore tout à fait rétablie. Après la pandémie, les mesures de relance ont été initialement beaucoup moins importantes et moins efficaces que prévu; notre prévision de croissance du produit intérieur brut (PIB) de la Chine en 2023 n'est que de 4,7 %, soit un point de pourcentage de moins qu'en début d'année. Selon nous, le principal obstacle économique de la Chine demeure sa dépendance excessive à l'égard des investissements en immobilisations. Ce pays doit, comme il le fait depuis plusieurs années, rééquilibrer son économie en favorisant la consommation.



À l'aube d'une nouvelle année, les investisseurs se demandent si les marchés émergents peuvent rebondir de façon soutenue ...

Malgré ces difficultés, la Chine pourrait être proche de la fin d'un ralentissement cyclique plutôt qu'au milieu d'un ralentissement structurel. Les achats dans le secteur manufacturier, la production industrielle et les ventes

au détail se sont accrus à la fin de l'été et à l'automne, tandis que les dépenses de consommation, qui s'étaient effondrées en milieu d'année, ont repris. La politique macroéconomique est devenue plus favorable, alors que la banque centrale chinoise a réduit ses taux et les réserves obligatoires des banques. Pékin a pris plusieurs mesures pour soutenir la demande intérieure, notamment des incitatifs à l'achat de propriétés et à la mise en valeur de vastes étendues de terrains en zones urbaines, en vue de la construction d'habitations. Fait remarquable, le déficit budgétaire de la Chine a *diminué* de 4,7 % entre le milieu de 2022 et le milieu de 2023 (tandis que celui des États-Unis a augmenté presque du même pourcentage). Toutefois, le gouvernement semble avoir changé de cap dernièrement et les économistes prévoient un déficit budgétaire de 3,5 % en 2024. Cela pourrait ouvrir la voie à une reprise économique et à une hausse des rendements des actions chinoises.



Pourtant, à certains égards importants, nous croyons que la Chine compte moins pour les autres marchés émergents qu'auparavant.

Si les actions chinoises finissent par remonter, elles pourraient alors donner un sérieux coup de pouce aux actions des marchés émergents. Pourtant, à certains égards importants, nous croyons que la Chine compte moins pour les autres marchés émergents qu'auparavant. L'une des raisons est tout simplement que ce sont surtout des facteurs nationaux, et non mondiaux, qui sont à l'origine du récent ralentissement de la Chine. Cela explique l'absence marquée de répercussions sur le marché provoquées par les difficultés de cette superpuissance. Entre-temps, les marchés développés tentent de plus en plus de réduire les risques que pose la Chine en déplaçant leurs chaînes d'approvisionnement vers des contrées plus favorables, ce qui a directement profité aux économies émergentes comme le Mexique et l'Inde.

Résultat : les actions des marchés émergents hors Chine s'en sont bien tirées en 2023, ayant progressé de 13 % au cours de novembre. Et certains pays ont fait nettement mieux. En fait, la bifurcation des résultats entre la Chine et les marchés hors Chine est remarquable. Quatre des cinq principaux pays au sein de l'indice MSCI Marchés émergents, soit l'Inde, Taiwan, la Corée et le Brésil, devraient terminer l'année 2023 en territoire positif; la Chine fait figure d'exception. D'autres pays émergents plus alignés sur l'Europe que sur la Chine ont enregistré des rendements exceptionnels. Les indices MSCI Pologne et MSCI Hongrie, par exemple, ont bondi de 37 % et de 41 %, respectivement, en novembre, stimulés par le recul de l'inflation, des taux d'intérêt et des prix de l'énergie ainsi que par des valorisations initiales relativement faibles.

Nous assistons peut-être à un lent divorce entre les perspectives de croissance de la Chine et les marchés boursiers et ceux d'autres marchés émergents. Le Mexique, par exemple, tire largement parti de la délocalisation dans un pays proche. Son marché boursier et sa monnaie ont affiché une bonne tenue en 2023, et il a remplacé la Chine parmi les principaux exportateurs vers les États-Unis.

Par ailleurs, l'influence géopolitique grandissante de l'Inde, ses réformes économiques structurelles et la forte croissance de son PIB (prévision de 6,5 % en 2023) stimulent l'intérêt des investisseurs pour ce pays. L'avenir de l'Inde ressemble beaucoup au passé de la Chine à bien des égards. Le potentiel de l'Indonésie, quatrième pays le plus peuplé du monde, où l'âge médian n'est que de 30 ans, est peut-être moins connu. Cette immense population reste sous-bancarisée (ce qui offre d'énormes possibilités de croissance pour les banques et les sociétés de paiement en ligne) et sous-connectée (le commerce électronique ne représente que 4 % du PIB, contre 11 % en Chine).

L'Indonésie est également un important fournisseur de nickel, composant clé des batteries de véhicules électriques. De plus, la demande intérieure augmente et l'Indonésie est en voie d'enregistrer une croissance annuelle de son PIB de plus de 5 %.

Ensemble, le potentiel d'une reprise économique en Chine et la vigueur de certains autres marchés émergents pourraient donner lieu à un rebond soutenu des marchés émergents en 2024. Ce redressement dépend toutefois d'un certain nombre de facteurs. L'un d'entre eux est évidemment une reprise en Chine, qui ne saurait tarder maintenant que les valorisations sont intéressantes, que la confiance est probablement à son plus bas et que les données macroéconomiques semblent vouloir s'améliorer. Pour que ce scénario se réalise, il faudra également que les taux obligataires américains atteignent un sommet et qu'en corollaire, le dollar américain retombe. En 2023, les marchés émergents se sont comportés selon le scénario habituel (quand le billet vert s'apprécie, les marchés émergents chutent), mais si la Fed marque une pause ou décrète des baisses de taux en 2024, une dépréciation du dollar américain et une remontée des marchés émergents pourraient s'ensuivre. Enfin, un apaisement des tensions au Moyen-Orient permettrait également de dissiper certaines des inquiétudes qui pèsent sur les marchés émergents.



Nous croyons que les marchés émergents offriront toujours des occasions de placement, quoique plus isolées. Une approche différenciée et rigoureuse qui privilégie de solides facteurs fondamentaux, une bonne situation structurelle et une prime de risque élevée, tant au niveau du marché que des actions, seront probablement des éléments clés en 2024.

En résumé, un certain nombre de conditions doivent être réunies pour que les marchés émergents reviennent en force en 2024, et plusieurs choses pourraient mal tourner. Nous croyons que l'un des plus grands risques de baisse pour les actions des marchés émergents est une augmentation structurelle des taux obligataires, qui pourrait se produire si l'inflation s'avérait encore une fois plus persistante que prévu. Des coûts d'emprunt plus élevés entraîneront un affaiblissement de la situation financière des pays, ce qui signifie que les gouvernements des marchés émergents devront faire preuve d'une plus grande rigueur budgétaire (facteur défavorable à la croissance).

La persistance éventuelle du ralentissement de l'économie chinoise présente un autre risque de baisse (quoique nous ne soyons pas de cet avis). L'économie de la Chine demeure aux prises avec des difficultés de taille : dette, situation démographique et déflation. Son marché immobilier est léthargique, et 70 % de la richesse des ménages chinois est liée à l'immobilier. Le risque d'une déflation par la dette subsiste en Chine et, si cela se produisait, la croissance globale dans les marchés émergents pourrait être compromise.

Dans l'ensemble, nous croyons que les marchés émergents offriront toujours des occasions de placement, quoique plus isolées. Une approche différenciée et rigoureuse qui privilégie de solides facteurs fondamentaux, une bonne situation structurelle et une prime de risque élevée, tant au niveau du marché que des actions, sera probablement un élément clé en 2024. ■

Veillez consulter la section intitulée « Dénis de responsabilité ».



Crise de croissance

Le fait d'être un investisseur axé sur la croissance n'est pas toujours de tout repos ces derniers temps, mais des jours meilleurs sont à venir si le cycle actuel de relèvements de taux tire bel et bien à sa fin.

MIKE ARCHIBALD, TONY GENUA ET MARTIN GROSSKOPF



Mike Archibald, CFA®, CMT, CAIA
VP et gestionnaire de portefeuille
Placements AGF Inc.



Tony Genua
VPP et gestionnaire de portefeuille
Placements AGF Inc. et
AGF Investments America Inc.



Martin Grosskopf, MES, MBA
VP et gestionnaire de portefeuille
Placements AGF Inc. et
AGF Investments America Inc.

Les membres de l'équipe de gestion de placements d'AGF se sont réunis récemment pour échanger sur la bifurcation des rendements des titres de croissance observée au cours de la dernière année et sur les raisons pour lesquelles les défis à court terme peuvent se transformer en occasions à plus long terme, pour les investisseurs patients et disciplinés.

Les questions et réponses qui suivent ont été modifiées à des fins de clarté et de concision.

Quel a été le contexte pour les investisseurs axés sur la croissance depuis le début de la hausse des taux d'intérêt il y a près de deux ans?

Martin Grosskopf (M.G.) : Les sociétés de croissance qui investissent à long terme connaissent d'ordinaire des difficultés lorsque les taux augmentent. Et, au cours de ce cycle, celles qui ont tendance à avoir le moins de flux de trésorerie disponibles ont souffert. Parmi celles-ci figurent de nombreuses PME axées sur les thèmes durables dans lesquels j'investis, qui représentent d'ambitieuses occasions à long terme, mais qui, faute de capitaux, sont obligées de puiser dans leurs flux de trésorerie disponibles pour financer leurs projets.

En d'autres termes, un trop grand nombre d'investisseurs laissent complètement de côté ces sociétés, leur préférant des sociétés à grande capitalisation en croissance dont les besoins en capitaux sont moins grands et qui génèrent néanmoins des flux de trésorerie disponibles considérables. On observe une certaine bifurcation au sein du marché des titres de croissance : quelques sociétés à grande capitalisation semblent insensibles à la hausse des taux, tandis que les sociétés à petite et moyenne capitalisations se heurtent à des obstacles.

Mike Archibald (M.A.) : Le contexte a été favorable à certains égards, mais très difficile à d'autres. Du côté positif, l'attrait des titres de croissance s'est accru, car d'autres segments du marché boursier ont subi de fortes pressions provoquées notamment par la crise des banques régionales et par la hausse des taux qui a nui aux secteurs sensibles aux taux d'intérêt. Du côté négatif, la hausse des taux d'intérêt a pesé sur les ratios de valorisation de nombreux titres de croissance, tandis qu'environ six sociétés technologiques à grande capitalisation ont accaparé l'attention des investisseurs (et leur argent) au détriment d'autres titres de croissance de grande qualité.

On ne peut donc pas dire que l'année a été mauvaise pour les placements axés sur la croissance. Tout dépend de votre style ou de votre approche en matière de placement. Une chose est toutefois certaine : le marché des titres de croissance est devenu plus étroit, et il a fallu miser sur de grandes entreprises ayant pour la plupart un bilan solide.

Tony Genua (T.G.) : Je suis porté à comparer ce que nous avons vécu depuis le début de la décennie aux années 1920, période de grandes turbulences boursières. Les investisseurs ont dû composer avec de multiples rebondissements depuis le début de la pandémie et, au cours des deux dernières années seulement, nous sommes passés d'un difficile marché baissier à une reprise qui a permis aux grands indices boursiers comme le S&P 500 d'approcher de nouveau des sommets historiques.

Certes, dans la mesure où les taux ont fortement augmenté en l'espace de deux ans, la conjoncture n'a pas été très favorable à la majorité des titres de croissance. Et comme Martin l'a déjà mentionné, la remontée a été alimentée principalement par une poignée de titres, dont

certaines des géants mondiaux de la technologie qui ont été récompensés, d'une part, pour leurs solides revenus récurrents et leur solde de trésorerie plus élevé et, d'autre part, pour leur lien – dans la plupart des cas – avec l'essor de l'intelligence artificielle (IA), qui constitue un élément catalyseur majeur.

M.G. : À cet égard, un examen de l'ensemble des titres liés aux véhicules électriques révèle que la confiance est à son plus bas en ce qui concerne la plupart d'entre eux, surtout parce que les facteurs fondamentaux ne sont pas très bons. Pourtant, le chef de file du marché des véhicules électriques a vu son titre bondir d'environ 70 % du fait qu'il est lié à quelques titres technologiques sur lesquels les investisseurs se sont rués, au cours de la dernière année. La dynamique en elle-même draine les capitaux loin des autres occasions de croissance.

M.A. : Le problème avec les grandes sociétés technologiques est qu'elles exercent une attraction gravitationnelle qui désavantage presque tous les autres placements en actions, styles et secteurs. Ces sociétés se sont si bien comportées (grâce à un bilan très solide et à une croissance satisfaisante) qu'elles ont supplanté d'autres sociétés en croissance, généralement à plus faible capitalisation. Et comme elles constituent une part importante de l'indice, de plus en plus de gestionnaires sont forcés d'investir dans celles-ci lorsque leurs titres sont en hausse. Ce rendement a caché le manque de robustesse du marché boursier.

Comment votre style de gestion a-t-il évolué compte tenu de certaines des difficultés que vous avez rencontrées?

T.G. : Une année comme celle que nous venons de vivre peut être une leçon d'humilité, mais elle n'a pas changé mon approche de quelque façon que ce soit et nous continuerons à nous concentrer notamment sur les sociétés en croissance, qui se caractérisent par une amélioration tendancielle de leurs facteurs fondamentaux, et pas seulement par une appréciation de leurs cours. Nous nous intéressons tout particulièrement aux sociétés dont la croissance des bénéfices est

supérieure à l'appréciation des cours, ce qui n'a pas été le cas de certains des titres les plus performants du marché, au cours de la dernière année.

M.G. : Je ne pense pas qu'il soit raisonnable de s'attendre à ce qu'un mandat spécialisé axé sur des thèmes durables comme le mien adopte soudainement un processus différent parce que la dynamique du marché est défavorable. Il est vrai que nous subissons des contrecoups dans certaines parties du cycle, mais en ajoutant à notre univers des titres qui n'y figuraient pas auparavant, nous perdrons la confiance de nos clients.



Je ne pense pas qu'il soit raisonnable de s'attendre à ce qu'un mandat spécialisé axé sur des thèmes durables comme le mien adopte soudainement un processus différent parce que la dynamique du marché est défavorable.

J'ai vu cela se produire dans d'autres stratégies durables qui se sont relativement bien comportées au cours des deux dernières années, mais pour moi, c'est un signe de capitulation. Vous risquez de rater la remontée qui suivra lorsque le marché commencera à s'ouvrir aux domaines dans lesquels vous aviez dit à vos clients que vous alliez investir.

M.A. : Au Canada, je suis toujours à la recherche de sociétés génératrices de croissance, c'est-à-dire des sociétés qui ont démontré de façon constante leur capacité à accroître leurs ventes et leur rentabilité au fil du temps. Ce sont généralement des sociétés à moyenne capitalisation, mais elles peuvent devenir avec le temps des sociétés à grande capitalisation. Nous avons également tendance à privilégier les sociétés ayant une faible intensité capitalistique, des marges élevées et, si possible, des revenus récurrents, tout en étant à l'affût

du moment où les perspectives des sociétés en forte croissance se mettront à s'assombrir par rapport à leur historique et à celui des sociétés comparables.

Nous avons par le passé déniché bon nombre de ces titres dans des secteurs tels que les biens industriels, la consommation discrétionnaire, la consommation de base et les technologies, qui enregistrent un taux de croissance supérieur à la moyenne comparativement aux autres secteurs et à l'indice composé S&P/TSX.

M.G. : J'ajouterai simplement que nous avons effectué plus d'opérations cette année qu'au lendemain de la pandémie, lorsqu'il était important d'attendre que des données significatives nous parviennent avant de procéder à des changements majeurs. Cela a pris un certain temps, mais nous avons aujourd'hui beaucoup plus d'information sur des choses comme les pressions inflationnistes et, dans certains cas, nous avons réaffecté notre capital à court terme. Cela ne veut pas dire que nous avons perdu de vue les titres qui nous paraissent très prometteurs, mais qui n'ont pas la faveur des investisseurs à l'heure actuelle. Nous avons simplement réduit légèrement notre exposition à ces titres pour le moment.

Anticipez-vous une amélioration de la conjoncture macroéconomique pour les placements axés sur la croissance l'année prochaine?

M.A. : C'est difficile à dire, mais il semble que les taux d'intérêt aient atteint un sommet et l'inflation devrait rester bien contenue et maîtrisée à ses niveaux actuels. Si tel est le cas, la conjoncture sera plus favorable à la prise de risques et, par extension, aux titres de croissance. La véritable question est de savoir comment l'économie évoluera au cours des six prochains mois. Si l'ensemble de l'économie américaine demeure résiliente en 2024 malgré les taux élevés, le marché des actions pourrait afficher une belle tenue. Par ailleurs, certains segments du marché ont tellement reculé qu'ils commencent à offrir un potentiel d'appréciation intéressant.

T.G. : En ce qui concerne la croissance économique, la nouvelle année commencera au ralenti. Le Canada est déjà près d'une récession technique, ayant enregistré une croissance négative de son PIB au troisième trimestre.

La croissance du PIB des États-Unis, de 5,2 % au troisième trimestre, n'est probablement pas soutenable, tandis qu'ailleurs dans le monde, des pays comme la Chine sont à la peine. Néanmoins, les statistiques sur 12 mois montrent que les marchés boursiers finissent par remonter 75 % du temps. Il y a donc une bonne raison d'être optimistes pour 2024. Enfin, si les taux d'intérêt n'augmentent pas beaucoup d'ici là, les valorisations favoriseront les sociétés de croissance dont la visibilité est supérieure à la moyenne et qui produisent les résultats attendus.



Je pense que des thèmes comme la relocalisation continueront d'offrir des possibilités pour les sociétés d'ingénierie et de construction

M.G. : Je pense que les banques centrales sont sur le point de mettre un terme à leurs hausses de taux. À tout le moins, la volatilité engendrée par le cycle de relèvements de taux devrait diminuer en 2024, ce qui aura un effet positif sur un plus grand nombre de sociétés de croissance. Selon moi, ce serait une bonne chose non seulement pour une stratégie durable comme la mienne, mais aussi pour l'ensemble de l'économie.

T.G. : L'année prochaine, à cette même période, nous parlerons probablement d'une reprise mondiale synchronisée et d'une diversification du marché en faveur des titres autres que de croissance.

Quels thèmes ou tendances liés à la croissance privilégiez-vous en ce moment?

M.G. : La décarbonation est évidemment le thème qui influence le plus sur ma stratégie, et en lien avec cette tendance est la possibilité qu'elle serve de catalyseur à un accroissement des fonds publics consacrés aux projets de technologies durables. Prenons l'*Inflation Reduction Act* des États-Unis, par exemple. Je crois que ce texte législatif, qui aura une portée générationnelle, pourrait

remodeler le paysage manufacturier en Amérique du Nord malgré les préoccupations à court terme suscitées par la hausse des coûts et l'autorisation des projets. En définitive, selon nous, cette loi devrait avantager considérablement certaines sociétés et nous voulons conserver des positions dans le portefeuille pour maximiser ce potentiel à long terme, tout en réduisant la myopie à court terme qui nuit en ce moment à certains de ces titres.



La durabilité est un autre thème que j'apprécie dans une optique à long terme, malgré les obstacles à court terme.

T.G. : Mes stratégies de croissance mettent généralement l'accent sur plusieurs thèmes, dont l'IA. J'ai commencé à investir dans ce thème il y a des années, bien avant qu'elle soit en vogue. La durabilité est un autre thème que j'apprécie dans une optique à long terme, malgré les obstacles à court terme. De plus, plusieurs possibilités de croissance devraient émerger avec l'accélération de la tendance axée sur la santé et le bien-être, notamment dans des domaines tels que la médecine de précision, où les médicaments GLP-1 utilisés pour traiter des maladies comme le diabète et l'obésité suscitent déjà un intérêt croissant. Enfin, la relocalisation est une autre tendance à surveiller au cours des prochaines années. Elle pourrait créer des occasions de placement dans certains titres des biens industriels ou dans des sociétés de semi-conducteurs qui ouvrent des installations de fabrication dans différentes régions du monde.

M.A. : Je suis d'accord. Je pense que des thèmes comme la relocalisation continueront d'offrir des possibilités pour les sociétés d'ingénierie et de construction, car ils offrent un potentiel de croissance sur de nombreuses années. Les carnets de commandes de ces sociétés n'ont jamais été aussi bien garnis, car les gouvernements partout dans le monde ne cessent d'accroître leurs dépenses en infrastructures.

En fin de compte, le fait d'être un investisseur axé sur la croissance n'est pas toujours de tout repos ces derniers temps, mais nous pensons que des jours meilleurs attendent ceux qui font preuve de patience et de discipline. ■

Veillez consulter la section intitulée « Dénis de responsabilité ».



Qui financera le déficit américain?

Avec la hausse des taux obligataires, les investisseurs pourraient être tentés d'augmenter leurs achats de titres du Trésor américain, et le moment ne pourrait être mieux choisi.

DAVID STONEHOUSE



David Stonehouse, MBA, CFA®
VPP et chef des investissements nord-américains et spécialisés
Placements AGF Inc.

Pendant la majeure partie des deux dernières années, les investisseurs se sont fiés à la Réserve fédérale américaine (*Fed*). Après mars 2022, lorsqu'elle a commencé à relever les taux d'intérêt pour la première fois en quatre ans, les questions suivantes se sont posées : « Jusqu'où les taux monteraient-ils? » et « Quand la *Fed* s'arrêterait-elle? » À l'approche de la nouvelle année, le cycle de hausses de taux semblant interrompu, la question est désormais de savoir quand la *Fed* commencera à réduire ses taux.

Ces questions sont sans aucun doute pertinentes. La banque centrale de la plus grande puissance économique du monde peut avoir une incidence considérable sur les marchés des actions et des titres à revenu fixe mondiaux, car elle est à l'origine de la politique monétaire mondiale visant à contenir l'inflation. Pourtant, aussi importante que soit la *Fed*, les investisseurs pourraient potentiellement bien faire en accordant davantage d'attention à une autre institution publique en vue pour 2024 : le département du Trésor américain.

Certes, le département du Trésor américain ne fait pas les manchettes comme la *Fed*, mais il joue un rôle essentiel dans le système financier américain et dans la dynamique des taux d'intérêt. Essentiellement, il s'agit du pôle financier du gouvernement américain, et l'une de ses tâches consiste à gérer les instruments de créance fédéraux américains. Lorsque Washington souhaite dépenser plus d'argent qu'il n'en perçoit (majoritairement au titre de l'impôt), le Trésor émet des titres de créance sous forme de titres négociables, comme des obligations et des bons du Trésor. Ces obligations incluent les intérêts établis par le Trésor en tant que coupon, mais leur taux obligataire est déterminé par l'offre et la demande. Si la demande est élevée et que l'offre est faible, le taux

diminue; et vice-versa. Et c'est là, dans le monde de l'offre et de la demande des titres du Trésor, qu'une dynamique très intéressante, voire déconcertante, entre en jeu.

Le Trésor américain a été très occupé dernièrement, parce que le gouvernement fédéral a dépensé de l'argent et a accusé des déficits. D'importants déficits. Les emprunts du gouvernement ont bondi pendant la pandémie de COVID-19 et n'ont cessé de croître depuis. En fait, au cours des 10 dernières années, la dette fédérale des États-Unis a presque doublé, atteignant 33 400 milliards de dollars américains à la mi-novembre, contre 17 200 milliards de dollars américains en 2013.



Le département du Trésor américain ne fait pas les manchettes comme la Fed, mais il joue un rôle essentiel dans le système financier américain et dans la dynamique des taux d'intérêt

Par ailleurs, en pourcentage du produit intérieur brut (PIB) américain, le déficit fédéral va passer de 5,4 % au cours de l'exercice 2022 à 6,3 % au cours de l'exercice 2023, ce qui représente la première augmentation du ratio déficit/PIB depuis 2020, l'année de la pandémie. Et cette augmentation pourrait se poursuivre. Selon les prévisions peut-être prudentes du Congressional Budget Office (CBO) datant de juin 2023, le déficit fédéral augmentera régulièrement au cours des prochaines décennies pour atteindre 8 % du PIB d'ici 2053. Les déficits de 2024 et de 2025 devraient se situer autour de 2 000 milliards de dollars américains chaque année.

Est-ce important? Les partisans de la théorie monétaire moderne prétendent que ça ne compte pas, que les gouvernements peuvent toujours imprimer plus de billets. Mais il est difficile d'ignorer les coûts probables de ce laisser-aller budgétaire persistant. Il est vrai qu'un défaut de paiement du gouvernement américain semble peu probable, malgré les débats réguliers au Congrès sur le plafond de la dette. Pourtant, comme les déficits sont toujours plus élevés, le Trésor doit émettre de plus en plus d'obligations. L'offre accrue accentue la pression sur les taux obligataires, ce qui, conjugué à l'envolée des déficits, signifie probablement que le gouvernement paiera de plus en plus d'intérêts. Selon le CBO, les paiements d'intérêts représentaient environ 10 % de l'ensemble des dépenses fédérales en 2023. Il est prévu que ces paiements atteindront près de 15 % d'ici 2033 et 23 % d'ici 2053. Pour effectuer ces paiements, le gouvernement pourrait être amené à émettre encore plus d'obligations, ce qui accentuerait davantage la pression sur les taux obligataires.

Bien entendu, le gouvernement américain pourrait agir pour remédier à la crise du déficit en réduisant les dépenses ou en augmentant les impôts. Pourtant, les gouvernements successifs et les Congrès, démocrates et républicains, se sont montrés peu favorables à l'adoption de l'une ou de l'autre de ces approches. Et si, comme certains observateurs persistent à le croire, l'économie américaine entre en récession en 2024, nous sommes d'avis que les pressions politiques exercées pour augmenter les dépenses et maintenir les impôts à un faible niveau seront probablement fortes, surtout en cette année d'élections.

Par conséquent, nous croyons qu'une réserve accrue d'obligations fédérales pourrait contribuer à une augmentation des taux qui serait supérieure à celle qui découlerait uniquement des facteurs fondamentaux sous-jacents de l'économie. La situation serait accentuée par le fait que les gouvernements dans d'autres parties du monde sont également aux prises avec des déficits, contribuant davantage à l'offre d'obligations souveraines.

Une dynamique entre toutefois en jeu du côté de la demande, à savoir que certains acheteurs traditionnels

de titres de créance américains repensent leur engagement à l'égard des titres du Trésor.

Au cours des dernières années, les acheteurs étrangers ont réduit leurs placements en obligations d'État américaines. Les placements étrangers en tant que part de la dette publique américaine ont généralement diminué au cours de la dernière décennie. Aussi, parmi les vendeurs nets se trouvent le Japon et la Chine, les deux principaux détenteurs étrangers de titres du Trésor. Le Japon commence à normaliser les taux d'intérêt, mais de façon très progressive, et ses taux d'intérêt encore bas l'ont obligé à protéger le yen, ce qui a entraîné la vente de titres du Trésor américain de façon périodique. Entre septembre 2022 et septembre 2023, le Japon a réduit de 2,5 % ses placements en titres de créance américains. La réduction la plus importante a été celle de la Chine. Ce pays a en effet réduit de 123 milliards de dollars américains ses placements en titres du Trésor américain au cours de la même période, ce qui représente une réduction de près de 14 %. Plusieurs facteurs entrent en jeu, notamment les tensions géopolitiques et la volonté d'établir le renminbi comme monnaie de réserve pour rivaliser avec le dollar américain et l'euro.



Les placements étrangers en tant que part de la dette publique américaine ont généralement diminué au cours de la dernière décennie

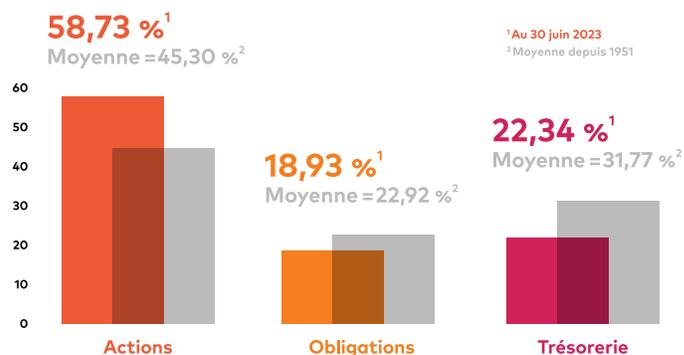
Par ailleurs, d'autres acheteurs importants de titres du Trésor pourraient ne pas être aussi actifs à l'avenir. Les banques américaines doivent détenir un certain nombre de titres d'État pour satisfaire à leurs exigences en matière de réserves. Cependant, elles ont récemment réduit leurs placements et n'auront probablement qu'à les augmenter graduellement au cours des prochaines années pour répondre à leurs exigences réglementaires en matière de capital. De plus, le « champion » des acheteurs

d'obligations de 2008 jusqu'à la fin de la pandémie, soit la Réserve fédérale, a bien sûr opté pour un resserrement quantitatif. De juin 2022 à la mi-novembre de cette année, la *Fed* a réduit de plus de 1 000 milliards de dollars américains ses placements en titres du Trésor, ce qui a non seulement éliminé la demande à la source, mais également ajouté à l'offre et ainsi contribué à l'augmentation des taux.

Une question importante se pose : si la Chine, le Japon et la *Fed* sont des vendeurs nets de titres du Trésor, qui va acheter ces titres? Les institutions financières comme les compagnies d'assurance, qui couvrent leurs obligations en détenant des titres de créance à long terme et qui peuvent tirer parti de taux obligataires plus élevés, constituent l'une des réponses possibles. Il existe aussi un autre bassin d'acheteurs, qui est considérable : les investisseurs, y compris les caisses de retraite, les institutions et les particuliers.

On pourrait penser que tous les investisseurs réunis ne parviendraient jamais à rivaliser avec le pouvoir d'achat des gouvernements étrangers et de la *Fed*, mais en fait, les investisseurs ont toujours été les prêteurs de choix les plus importants du gouvernement américain. Fait intéressant, les investisseurs particuliers, institutionnels et de caisses de retraite ont surpondéré les actions et fortement sous-pondéré les obligations au cours des dernières années, ce qui n'est guère surprenant compte tenu du piètre rendement des titres à revenu fixe au cours des trois dernières années. Toutefois, pour se détourner des obligations, il faudrait peut-être désormais ignorer le fait que, pour la première fois en près de 20 ans, les taux – même ceux des titres « sans risque » du Trésor – sont revenus aux normes historiques, ce qui représente des niveaux beaucoup plus attrayants. Certains signes démontrent que les investisseurs en ont déjà conscience. Par exemple, selon un sondage réalisé en novembre par la Bank of America, les gestionnaires de fonds sont plus optimistes à l'égard des obligations qu'ils ne l'ont été depuis 2009.

Répartition de l'actif des ménages américains



Sources : Ned Davis Research, juin 2023. Le graphique présente les données trimestrielles du 31 décembre 1951 au 30 juin 2023.

Évidemment, d'autres pays dans le monde sont confrontés à des problèmes semblables, car les dépenses gouvernementales augmentent dans les pays développés, mais pas autant qu'aux États-Unis, où les perspectives relatives à la dette, aux déficits et au marché obligataire semblent être les plus sombres. Avec un trop grand nombre d'obligations pour trop peu d'acheteurs, l'issue est rarement favorable. Toutefois, un autre scénario, moins sombre, est possible : dans le cas où le Japon, la Chine et la *Fed* renonceraient aux obligations du Trésor, les investisseurs pourraient en effet prendre le relais. En somme, la dynamique de l'offre et de la demande, qui constitue un enjeu important pour le bilan du gouvernement américain et fait grimper les taux d'intérêt, pourrait être avantageuse pour les investisseurs, du moins pour ceux qui sont prêts à mettre de côté les antécédents récents et à se tourner vers les obligations.

En fin de compte, les marchés comme ceux des titres du Trésor américain enregistrent un prix de compensation (taux obligataire). Même si les variables économiques auront une influence non négligeable sur ce niveau, il est également certain qu'une fois que les taux obligataires atteindront un niveau suffisamment incitatif, ils attireront assez d'investisseurs pour équilibrer l'offre. Il sera donc essentiel pour les marchés des capitaux de connaître ces niveaux en 2024. ■

Veillez consulter la section intitulée « Denis de responsabilité ».



Faire abstraction des rumeurs

Le nouveau modèle de détermination du régime macroéconomique de Placements AGF analyse des milliers de points de données pour dresser un tableau du contexte macroéconomique actuel, mais aussi de sa direction probable.

BILL DeROCHE ET ANDY KOCHAR



Bill DeRoche, MBA, CFA®
VPP, Chef de l'investissement quantitatif
AGF Investments LLC



Andy Kochar, CFA®
Vice-président, gestionnaire de portefeuille et
chef des titres de crédit mondiaux
AGF Investments LLC

Le monde change rapidement. En effet, au cours des deux dernières années seulement, l'économie mondiale est sortie de la pandémie, l'inflation a atteint un sommet inégalé depuis plus d'une décennie, la politique monétaire a changé du tout au tout avec le relèvement des taux par les banques centrales et au moins deux conflits régionaux avec des répercussions géopolitiques importantes ont éclaté.

Pour les investisseurs, ces mouvements constants ne sont peut-être pas nouveaux – après tout, l'économie et les marchés mondiaux sont toujours en évolution – mais l'ampleur des changements pourrait bien être inédite. Même ceux qui effectuent des recherches fondamentales minutieuses sur les investissements potentiels, en tenant compte de facteurs tels que les bénéfices et les valorisations des sociétés ou la solvabilité et les rendements des actions et des obligations individuelles, ne peuvent pas complètement ignorer le contexte macroéconomique.

Néanmoins, cette réalité pose également des défis. Par exemple, compte tenu des nombreuses forces en présence, comment un investisseur peut-il même évaluer l'état actuel du contexte macroéconomique? Qui plus est, les marchés étant tournés vers l'avenir, comment un investisseur peut-il formuler des prévisions concrètes sur la situation macroéconomique? Enfin, est-il en mesure de déterminer les événements, les tendances ou les données qui comptent? Quels changements ou enjeux – une guerre, une catastrophe environnementale, une faillite d'entreprise reconnue ou tout autre événement – sont susceptibles d'avoir une incidence sur les marchés, sur les secteurs ou même sur les titres individuels? Et quels sont ceux qui ne devraient pas avoir beaucoup d'importance? Bref, lorsqu'il se passe tant de choses et que les variations potentielles à prendre en compte sont si nombreuses, comment un investisseur peut-il distinguer les faits des rumeurs?

Modèle de détermination du régime macroéconomique

Au cours des derniers mois, un groupe de travail réunissant les équipes d'investissement quantitatif et de gestion des investissements de Placements AGF a travaillé à la recherche d'une solution à ce problème pour nos équipes. Son objectif : fournir à nos gestionnaires de portefeuille des informations exploitables sur le contexte macroéconomique ainsi qu'un outil fonctionnel pour les aider à prendre des décisions plus éclairées. Le fruit de ses efforts : **le modèle de détermination du régime macroéconomique** d'AGF, qui analyse des milliers de points de données pour dresser un tableau non seulement du contexte macroéconomique actuel, mais aussi de sa direction potentielle – et, surtout, de la manière dont cet environnement en évolution pourrait toucher différemment les diverses catégories d'actifs. Cependant, le modèle s'avère plus qu'un outil d'analyse quantitative, car il s'appuie également sur les connaissances et l'expertise des gestionnaires de placements d'AGF. Autrement dit, le modèle vérifie rigoureusement son approche en regard de l'expérience du monde réel.

Comment fonctionne-t-il?

À la base, le modèle fonctionne selon un schéma « deux par deux ». Il analyse deux facteurs – l'inflation et la croissance économique – pour dresser un tableau du contexte macroéconomique (actuel et futur), ou « régime », et tient compte de deux éléments : les conditions du marché et la situation financière.

Cette approche permet d'obtenir les quatre scénarios possibles ci-après : hausse de l'inflation et de la croissance (**reflation**), recul de l'inflation et de la croissance (**déflation**), hausse de l'inflation mais recul de la croissance (**stagflation**) et recul de l'inflation mais hausse de la croissance (**scénario « idéal »**). Il importe de

noter que ces scénarios sont cycliques et non séculaires, à savoir que ces différents régimes macroéconomiques reflètent des états et des changements au sein d'un cycle économique plutôt que des tendances à long terme. Le modèle pourrait possiblement discerner une période de déflation en plein cycle de reflation à long terme.

De plus, les conditions macroéconomiques sont aussi importantes pour la gestion des portefeuilles qu'elles le sont pour nos fonds, étant donné que les conditions prévalant sur les marchés des capitaux peuvent prolonger ou contracter les cycles économiques. Les événements macroéconomiques ne sont pertinents pour les portefeuilles que s'ils peuvent modifier considérablement le prix du risque. Faute de quoi, ils ne représentent que des rumeurs. Selon l'expérience collective de Placements AGF, les marchés et l'économie sont étroitement liés, et le modèle tient compte de cette réalité en incluant les conditions prévalant sur les marchés des capitaux en tant que troisième facteur.

Le modèle analyse sans cesse les données en temps réel afin de calculer les probabilités de réalisation de chaque régime. Cette analyse quantitative permet de dresser un tableau des conditions macroéconomiques probables et d'attribuer un niveau de confiance à chacun des scénarios – par exemple, il peut attribuer une probabilité de 70 % à une hausse simultanée de l'inflation et de la croissance dans trois mois et une probabilité de 30 % à un scénario « idéal », soit une accélération de la croissance et un recul de l'inflation. Il s'agit également d'un modèle de mouvements, il prévoit donc non seulement le changement, mais aussi le taux de changement, ce qui peut aider les décideurs en matière d'investissement à mieux évaluer les occasions et les risques. Ainsi, le modèle permet à nos gestionnaires de portefeuille de superposer les perspectives macroéconomiques à leurs recherches – les éclairant ainsi dans leurs prises de décisions dans l'optique de la gestion de l'actif, de la répartition géographique, du positionnement des portefeuilles et des stratégies de négociations.

Mais le modèle de détermination du régime macroéconomique de Placements AGF va encore plus loin.

Une fois que la prévision du régime macroéconomique basée sur les probabilités est établie, le modèle précise ensuite la façon dont les catégories d'actifs (actions, obligations, actifs réels, etc.), les secteurs (p. ex., les biens industriels, les services aux collectivités, les technologies, etc.), les facteurs d'investissement (p. ex., la valeur ou la croissance) et les régions peuvent se comporter dans le cadre de ce régime prédit. Pour ce faire, le modèle s'appuie sur les données que Placements AGF a accumulées en interne, ainsi que sur des renseignements sur les marchés provenant de sources externes. Nos gestionnaires de portefeuille peuvent alors ajouter à leur processus décisionnel la prise en compte de précédents historiques fiables. Évidemment, rien ne garantit que ces précédents se reproduiront. Mais comme on dit, « l'histoire ne se répète pas, mais souvent, elle rime ».

Du fait qu'il analyse de nombreux indicateurs – antérieurs, actuels et avancés –, le modèle de détermination du régime macroéconomique peut aider nos gestionnaires de portefeuille à comprendre quels signaux méritent l'attention et lesquels ne sont pas pertinents. Par exemple, lorsque plusieurs banques régionales se sont effondrées au début de 2023, cet événement a suscité des craintes d'insécurité généralisée dans les systèmes financiers américains et mondiaux. La crise est survenue alors que le contexte macroéconomique était en période de déflation (soit le recul de l'inflation et de la croissance), et les actions ont historiquement enregistré des rendements relativement médiocres au cours de ces périodes. Cependant, quand la Réserve fédérale (la « Fed ») a injecté des capitaux pour soutenir le système bancaire régional américain, le modèle a prédit que cette mesure annoncerait un changement de régime macroéconomique, vers un scénario « idéal », qui est habituellement favorable aux actions. Et c'est exactement ce qui est arrivé : la croissance économique a repris et les marchés boursiers ont rebondi. Bref, le modèle de détermination du régime macroéconomique a correctement distingué un événement important pour les actions (le soutien de la Fed) d'un autre (l'effondrement des banques régionales) qui, tout compte fait, ne l'était pas.

Si le modèle de détermination du régime macroéconomique est prédictif, il n'est pas définitif. Les gestionnaires de portefeuille de Placements AGF sont des gestionnaires actifs qui ont une vision à long terme, et plusieurs d'entre eux pratiquent une approche « ascendante » basée sur les données fondamentales pour leur prise de décisions en matière d'investissement. Le modèle ne cherche pas à changer cela. Il vise toutefois à aider les gestionnaires à mieux comprendre le contexte macroéconomique (actuel et futur), ainsi que la manière dont les investissements sont susceptibles d'évoluer dans cet environnement. À la base, il permet à des gestionnaires d'actifs à long terme comme les nôtres de mieux mesurer les probabilités macroéconomiques à court terme. Le régime continue d'évoluer, tout comme les moyens toujours plus efficaces d'analyser et d'exploiter les données du marché et de l'économie.

On dit parfois que l'information, c'est le pouvoir. Mais le véritable pouvoir vient de la capacité de recueillir, d'analyser, de trier et de transformer l'information en renseignements fiables et exploitables. Après tout, c'est la raison pour laquelle le modèle de détermination du régime macroéconomique de Placements AGF a été conçu. ■

Le modèle de détermination du régime macroéconomique d'AGF est disponible, mais il n'est pas nécessairement utilisé dans le cadre du processus de prise de décisions en matière d'investissement, en ce qui concerne tous les produits et services offerts par Placements AGF.

Veillez consulter la section intitulée « Dénis de responsabilité ».



Et s'il y avait une récession (et que les banques centrales commençaient à réduire les taux)?

Les analystes de Placements AGF expliquent comment un ralentissement économique ou un assouplissement de la politique monétaire aux États-Unis et dans d'autres régions du monde pourrait avoir une incidence sur les secteurs boursiers qu'ils connaissent le mieux, en 2024.

LING HAN, WAI TONG, JOHN KRATOCHWIL, GRACE HUANG, GEORGINA GOLDRING,
ET ABHISHEK ASHOK



Ling Han, M.Sc., MBA, CFA®
Analyste
Placements AGF Inc.



Wai Tong, MBA, ing., CFA®
Analyste principal
Placements AGF Inc.



John Kratochwil, MBA, ing.
Analyste principal
Placements AGF Inc.



Grace Huang, MBA, CFA®
Analyste principale
Placements AGF Inc.



Georgina Goldring, CFA®
Analyste
Placements AGF Inc.



Abhishek Ashok, M.A., MFE, CFA®
Analyste
Placements AGF Inc.



SOINS DE SANTÉ

Un remède doux-amer

Ling Han

Les titres du secteur des soins de santé ont la réputation d'être fondamentalement résilients face à une récession, en grande partie parce que la demande pour les services et les produits du secteur a tendance à demeurer stable, même en périodes de croissance économique négative. Toutefois, les titres du secteur des soins de santé ne sont pas tous égaux et la protection potentielle qu'ils offrent pourrait varier d'un sous-secteur à l'autre en 2024.

Les *sociétés pharmaceutiques* à grande capitalisation boursière, par exemple, sont peut-être les plus défensives, en raison des valorisations intéressantes et de la demande d'innovations médicales, qui est moins sensible aux cycles économiques.

Les *sous-secteurs de l'équipement médical et des appareils médicaux* pourraient aussi faire preuve d'une grande résilience en supposant qu'il y ait une récession l'an prochain, mais les résultats pourraient être plus contrastés. En effet, même si certains appareils consommables devaient profiter d'un accroissement des volumes de procédures médicales, qui est prévu pour l'an prochain, l'achat d'équipement médical plus coûteux pourrait être retardé si les fournisseurs de soins de santé réduisent leurs dépenses en immobilisations.

Au-delà de ces sous-secteurs, les titres des *soins gérés* présentent également une dynamique de la demande relativement stable et pourraient offrir aux investisseurs leur propre niveau de défense, malgré la possibilité d'un ralentissement économique qui pourrait avoir une

incidence défavorable sur les régimes parrainés par l'employeur, en raison de l'augmentation du chômage.

Par ailleurs, le sous-secteur des outils *des sciences de la vie* pourrait aider à atténuer l'incidence d'une récession, mais seulement s'il parvient à rebondir comme prévu après une année particulièrement difficile en 2023. De plus, les rendements de ces titres pourraient dépendre d'une augmentation des dépenses de recherche et développement (R et D) des sociétés biopharmaceutiques et de la fin de leur cycle de réduction des stocks.

Sinon, le rendement global du secteur des soins de santé pourrait être influencé par de nombreux autres facteurs, y compris les élections prévues aux États-Unis, qui pourraient entraîner des risques liés aux manchettes, dans le contexte du vote de novembre prochain, et peut-être un catalyseur positif dans l'année suivant les élections, si l'on se fie au passé.

À supposer que les banques centrales finissent par réduire les taux en 2024, les investisseurs pourraient constater un soutien important du financement des biotechnologies, ce qui pourrait stimuler l'écosystème global du secteur des soins de santé et renforcer la réputation de ce dernier comme l'un des secteurs les plus défensifs du marché boursier.



INFRASTRUCTURES

Un point tournant à exploiter

Wai Tong

Il n'est pas surprenant que le cycle de hausse des taux d'intérêt le plus rapide de l'histoire des États-Unis ait entraîné une forte baisse des nouvelles constructions

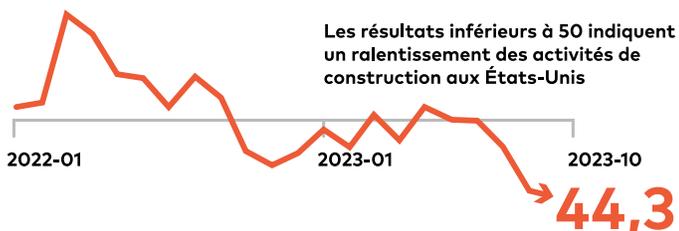
(voir le graphique), de même que le report ou la réévaluation de nombreux projets d'ingénierie d'envergure.

Après tout, peu de secteurs sont plus touchés par la hausse des taux d'intérêt que les infrastructures associées à des projets de longue durée, qui nécessitent un financement important et de longues périodes de gestation avant de dégager des rendements du capital investi.

National Architecture Billings Index

Indice national Architecture Billings AIA (ABI)

a baissé à 44,3 en octobre



Source : American Institute of Architects, novembre 2023. L'indice ABI indique les dépenses et la demande pour les activités de construction non résidentielle.

L'année 2024 pourrait toutefois être un point tournant pour le secteur. En fait, comme l'inflation a ralenti au cours des derniers mois pour atteindre un peu plus de 3 % aux États-Unis, il se pourrait que la Réserve fédérale américaine (*Fed*) ait enfin terminé son cycle de hausse des taux et, compte tenu des attentes actuelles du marché, qu'elle réduise les taux jusqu'à quatre fois au cours des 12 prochains mois.

Bien entendu, si ce dénouement devait se produire, il pourrait avoir une incidence favorable importante pour les sociétés d'infrastructures et les sous-secteurs qui dépendent des activités de construction, y compris les distributeurs industriels, les sociétés d'ingénierie et de construction, les fabricants d'équipement de construction et les fournisseurs de matériaux de construction.

Même si la baisse des taux entraînera une réduction des coûts de financement, une plus grande disponibilité de financement et un meilleur rendement du capital investi pour ces types de titres cycliques, nous sommes particulièrement optimistes à l'égard des sociétés

d'ingénierie et de construction qui sont exposées à des projets de construction d'infrastructures aux États-Unis, qui devraient être soutenus pendant des années par des programmes gouvernementaux de plusieurs milliers de milliards de dollars, comme l'*Infrastructure Investment and Jobs Act* (IIJA) et l'*Inflation Reduction Act* (IRA), ainsi qu'à des initiatives continues de relocalisation et de transition énergétique.

IMMOBILIER



Des attentes réalistes

John Kratochwil

Les fiducies de placement immobilier (FPI), qui sont des entreprises à forte intensité de capital et qui dépendent d'emprunts pour financer leur croissance, ont prospéré grâce aux taux d'intérêt très bas qui ont défini les marchés, pendant la majeure partie des années qui ont suivi la crise financière mondiale de 2008. Cependant, tout a changé en mars 2022, lorsque la Réserve fédérale américaine (*Fed*) a lancé son cycle actuel de hausses de taux et a considérablement relevé son taux cible, qui est passé de près de zéro à un sommet actuel de 5,5 %. En fait, depuis que la banque centrale américaine a commencé à relever les taux d'intérêt, l'indice S&P des FPI (États-Unis) a enregistré un rendement inférieur d'environ 25 % par rapport à celui de l'indice S&P 500, ce qui en fait le secteur le moins performant au cours de cette période.

Toutefois, toutes les indications commencent maintenant à pointer dans la direction opposée, notamment en raison de la baisse des taux d'inflation, que le marché perçoit comme un signe selon lequel la *Fed* commencera à abaisser les taux au cours de l'année 2024.

Même s'il faut du temps pour que la baisse des taux d'intérêt se reflète dans les bénéfices des FPI, selon les données de recherche de UBS, l'histoire suggère que la confiance à l'égard de ce secteur commence à s'améliorer à l'avance et que les titres immobiliers déclinent vers un



Qu'en est-il des facteurs?

Abhishek Ashok

Une baisse de taux aura des répercussions à des degrés divers sur les secteurs boursiers, mais elle pourrait aussi avoir une incidence différenciée sur les actions qui se distinguent par certaines caractéristiques (aussi appelées facteurs).

En fait, selon notre analyse des trois derniers cycles de réduction des taux, la défense a été un élément moteur des rendements des facteurs. Toutes les actions de grandes capitalisations surclassent celles de petites capitalisations après la première baisse de taux par la Réserve fédérale américaine (*Fed*) – pareillement pour les actions de grande qualité (en regard de celles de moindre qualité) et pour les actions à faible bêta (plutôt que celles à bêta élevé).

Mais comme l'illustre également le graphique ci-après, les surrendements (ou sous-rendements) parmi et entre les facteurs ont été très variables d'un cycle à l'autre et pourraient l'être de nouveau cette fois-ci.

Rendements relatifs des facteurs six mois après la première réduction de taux par la Fed



Source : Placements AGF, d'après des données de Factset. Les rendements des facteurs sont basés sur les rendements historiques des composantes de l'indice S&P 500, classées par l'équipe quantitative d'AGF. **Les rendements antérieurs ne constituent pas une indication des résultats futurs.** On ne peut pas investir directement dans un indice.

Aux fins de la présente analyse :

Les écarts des rendements relatifs sont calculés en classant les composantes de l'indice S&P 500 en fonction de leur profil de facteurs, à l'intérieur de chaque secteur, et en soustrayant le rendement moyen des actions classées dans le dernier quintile (c.-à-d. la plus petite capitalisation, la plus faible croissance, l'action la plus chère, etc.) du rendement moyen des actions classées dans le premier quintile (c.-à-d. la plus grande capitalisation, la plus forte croissance, l'action la plus abordable, etc.).

Taille s'entend de la capitalisation boursière de chaque action au sein de l'indice.

Croissance s'entend du chiffre d'affaires, du bénéfice d'exploitation et de la croissance de la marge de chaque action au sein de l'indice.

Valeur s'entend du ratio cours-bénéfice actuel et du ratio cours-bénéfice prévisionnel de chaque action au sein de l'indice.

Qualité s'entend du rendement des capitaux propres et du rendement du capital investi de chaque action au sein de l'indice.

Momentum s'entend de l'élan (ou conjoncture favorable) du prix de chaque action sur 12 mois.

Bêta s'entend de la variation du prix de chaque action en regard de l'ensemble du marché.

niveau plancher, environ 18 à 24 semaines avant l'annonce d'une baisse de taux.

À notre avis, même une baisse modérée des taux d'intérêt serait très positive pour le secteur, et 2024 pourrait marquer le début d'une période de surperformance des FPI, que l'on attend depuis longtemps. Nous croyons surtout que l'amélioration des taux d'occupation se traduisant par des marges plus élevées, pourrait faire en sorte que les FPI du secteur des soins de santé affichent un meilleur rendement pendant l'année qui vient.



TECHNOLOGIE

Dépenses et tendances

Grace Huang

Un ralentissement économique n'est peut-être pas le meilleur résultat pour un secteur qui a connu sa juste part de difficultés au cours des dernières années, mais il y a plusieurs raisons pour lesquelles nous demeurons prudemment optimistes à l'égard des titres technologiques, malgré le risque d'une récession en 2024.



SERVICES AUX COLLECTIVITÉS

Jeu de pouvoir

Georgina Goldring

Premièrement, même si l'on s'attend à ce que le rythme des dépenses dans les technologies de l'information reste inférieur aux moyennes à long terme l'an prochain, il devrait encore s'accélérer par rapport aux deux dernières années et atteindre 8 % sur 12 mois, selon Gartner, une société de recherche technologique, alors que les entreprises continuent de faire de la technologie une priorité stratégique afin d'améliorer leur positionnement concurrentiel et de stimuler la croissance des affaires.

Du point de vue des paramètres fondamentaux, les titres technologiques sont également relativement bien placés à l'aube de la nouvelle année. Cela s'explique en grande partie par le fait que bon nombre des marchés finaux associés au secteur ont déjà traversé un cycle baissier au cours des deux dernières années, y compris les marchés des ordinateurs personnels et des téléphones intelligents, qui ont peut-être atteint un niveau plancher et semblent sur le point de se redresser.

Bien entendu, le principal catalyseur pourrait être l'intelligence artificielle (IA), qui continue de stimuler la croissance et de créer des occasions de placement intéressantes dans l'ensemble du secteur. En fait, selon un récent sondage mené par Morgan Stanley auprès des chefs des investissements, 66 % des répondants affirment que l'IA générative (et les grands modèles de langage) ont une incidence directe sur leurs priorités d'investissement dans les TI, tandis que PwC prévoit que le marché total de l'IA atteindra 15 700 G\$ US d'ici 2030.

En définitive, l'intérêt croissant pour la mégatendance de l'intelligence artificielle pourrait créer d'énormes occasions de revenus et d'efficacité dans le secteur des technologies, et nous demeurons généralement optimistes à l'égard des sociétés qui détiennent une participation légitime dans ce secteur.

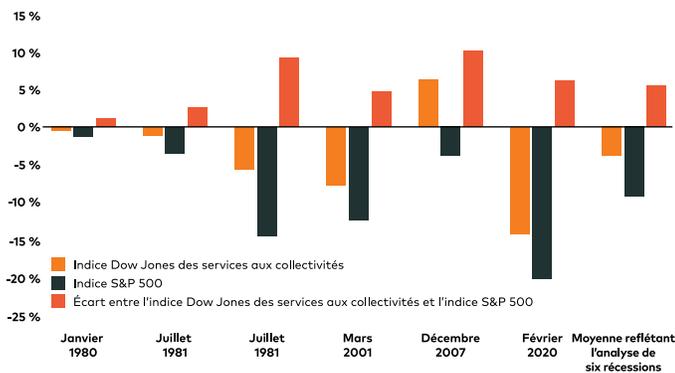
L'indice S&P 500 des services aux collectivités accuse actuellement un retard de près de 30 % par rapport à l'indice S&P 500 cette année et devrait connaître sa deuxième pire année des quatre dernières décennies. Cette sous-performance s'explique par la préférence des investisseurs pour les secteurs à forte croissance et moins sensibles aux taux d'intérêt, mais la hausse des taux d'intérêt a aussi rendu les rendements des sociétés de services aux collectivités moins attrayants, par rapport aux obligations, et a exercé des pressions sur la rentabilité des services aux collectivités. Cela est particulièrement vrai pour les producteurs d'énergie renouvelable, dont les projets à forte intensité de capital ont été touchés par la hausse des coûts d'emprunt.

Toutefois, à mesure que les perceptions du marché évoluent vers l'idée d'un plafonnement des taux d'intérêt et d'une éventuelle réduction de ceux-ci, les titres des services aux collectivités pourraient bientôt retrouver la faveur des investisseurs. En fait l'histoire a démontré qu'à mesure que les taux baissent, le secteur offre des rendements de plus en plus intéressants, ce qui en fait une option intéressante pour ceux qui cherchent ce qui s'est antérieurement avéré un flux de revenus prévisibles.

De plus, les services aux collectivités pourraient être l'un des rares secteurs qui aident à protéger les investisseurs des répercussions potentielles d'une récession, comme ils l'ont fait dans le passé (voir le graphique). Plus particulièrement, les services aux collectivités traditionnels qui offrent des services essentiels comme l'électricité, l'eau et le gaz sont généralement considérés comme des placements défensifs, car ils génèrent habituellement un taux de rendement fixe et procurent des bénéfices et des dividendes relativement stables, quelles que soient les conditions économiques.

Cela dit, les titres des services aux collectivités ne sont pas tous imperméables aux effets d'une récession, et selon nous, les investisseurs qui adoptent une position plus défensive pourraient devoir être sélectifs, en commençant par les titres liquides de sociétés qui affichent un solide bilan et qui exercent leurs activités dans des territoires où la réglementation est favorable.

Rendement relatif du secteur des services aux collectivités avant les récessions



Source : UBS, US Utilities: Halftime 2023, 6 juin 2023. Les rendements sont calculés sur un trimestre avant que les récessions américaines mentionnées dans le graphique ne soient officiellement déclarées par le National Bureau of Economic Research. **Les rendements antérieurs ne sont pas une indication des résultats futurs.** On ne peut pas investir directement dans un indice.

Une récession et des baisses de taux pourraient avoir des conséquences négatives sur l'ensemble du marché boursier ou du marché obligataire. Rien ne garantit que les secteurs mentionnés seront rentables ou qu'ils reflèteront de quelque façon que ce soit ce que les analystes ont décrit dans le présent article. Les commentaires formulés sont fondés sur des recherches individuelles des analystes et ne représentent pas nécessairement les investissements de Placements AGF, dans le contexte actuel ou à l'avenir.

Veuillez consulter la section intitulée « Défis de responsabilité ».

Dénis de responsabilité

Les points de vue exprimés dans cet article sont ceux de l'auteur et ne représentent pas nécessairement les opinions de Placements AGF.

Les commentaires et les données proviennent de Bloomberg, Reuters et d'autres sources d'information, à moins d'indication contraire. Les commentaires que renferme le présent document sont fournis à titre de renseignements d'ordre général et sont fondés sur l'information disponible au 5 décembre 2023. Ils ne devraient pas être considérés comme des conseils exhaustifs en matière de placement applicables à la situation d'une personne en particulier. Nous avons pris les mesures nécessaires pour nous assurer de l'exactitude de ces commentaires au moment de leur publication, mais cette exactitude n'est pas garantie. Les conditions du marché peuvent changer, et Placements AGF n'accepte aucune responsabilité pour des décisions de placement prises par des individus et découlant de l'utilisation ou sur la foi des renseignements contenus dans ce document.

Le présent document peut contenir des énoncés prospectifs qui correspondent à nos attentes actuelles ou à nos prévisions d'événements futurs. Les énoncés prospectifs sont intrinsèquement assujettis, entre autres, à des risques, à des incertitudes et à des hypothèses qui pourraient amener les résultats réels à différer considérablement de ceux mentionnés dans les énoncés prospectifs.

Le document est présenté exclusivement à des fins d'information générale et d'éducation. Il ne s'agit pas d'une recommandation concernant un produit, une stratégie ou une décision d'investissement spécifique, ni d'une suggestion de prendre une mesure quelconque ou de s'en abstenir. Le présent document ne vise pas à répondre aux besoins, aux circonstances ou aux objectifs d'un investisseur particulier. Les renseignements contenus dans ce document ne sont pas destinés à servir de conseils en matière fiscale ou juridique. Les investisseurs devraient consulter un conseiller financier ou un fiscaliste avant de prendre des décisions concernant l'investissement, la finance ou l'impôt.

Placements AGF est un groupe de filiales en propriété exclusive de La Société de Gestion AGF Limitée, un émetteur assujéti au Canada. Les filiales de Placements AGF sont Placements AGF Inc. (PAGFI), AGF Investments America Inc. (AGFA), AGF Investments LLC (AGFUS) et AGF International Advisors Company Limited (AGFIA). PAGFI est inscrite à titre de gestionnaire de portefeuille auprès des commissions de valeurs mobilières à travers le Canada. AGFA et AGFUS sont inscrites auprès de la U.S. Securities Exchange Commission à titre de conseillers. AGFIA est réglementée par la Central Bank of Ireland et est inscrite auprès de l'Australian Securities & Investments Commission. Le terme Placements AGF peut faire référence à une ou à plusieurs de ces filiales ou à toutes ces filiales conjointement. Ce terme est utilisé pour plus de commodité et ne décrit pas précisément les sociétés distinctes qui gèrent chacune leurs propres affaires.

Les entités qui font partie de Placements AGF ne fournissent des services de conseils en placement ou n'offrent des fonds de placement que dans le territoire où la société, les particuliers ou les produits en question sont inscrits ou encore où la société ou les particuliers sont autorisés à fournir ces services.

À l'intention des investisseurs canadiens : Des commissions de vente, des commissions de suivi, des frais de gestion et d'autres frais peuvent être reliés aux fonds de placement. Veuillez lire le prospectus avant d'investir. Les fonds de placement ne sont pas garantis, leur valeur change fréquemment et le rendement antérieur ne se reproduira pas nécessairement.

^{MD} Le logo « AGF » est une marque déposée de La Société de Gestion AGF Limitée et est utilisé aux termes de licences.

RO : 3260055



Placements AGF Inc.

CIBC SQUARE, Tower One
81, rue Bay, bureau 3900
Toronto (Ontario) M5J 0G1

Site web : AGF.com

Courriel : Tigre@AGF.com

Date de la publication : le 5 décembre 2023.