



PERSPECTIVES AGF

Prêts pour une récession : Elle est inévitable, mais est-elle imminente?

Les craintes de récession se sont emparées des marchés financiers, mais tous les types d'investisseurs n'envisagent pas de la même façon les risques qui se posent. Andy Kochar, chef de crédit à AGF, et Mike Archibald, gestionnaire de portefeuille adjoint spécialisé en actions, livrent leur point de vue sur la conjoncture économique et les enjeux qui se dessinent pour leur catégorie d'actif respective.

Les questions et les réponses qui suivent ont été modifiées aux fins de clarté et de concision.

Andy Kochar et Mike Archibald

Une récession mondiale est peut-être inévitable, mais est-elle imminente?

Andy Kochar (AK) : Il est extrêmement difficile, voire impossible de prévoir une récession. Il faut plutôt examiner différents segments du marché pour y déceler des signes révélateurs. À l'heure actuelle, certaines composantes du marché obligataire, comme la courbe des taux [des titres du Trésor américain] qui s'est récemment inversée, donnent effectivement l'impression que nous nous trouvons à un stade très avancé (si ce n'est à la fin) d'un cycle extrêmement long. Sachez que nous vivons la plus longue expansion économique depuis 1851. Cela dit, nous observons aussi certains événements en ce moment qui pourraient préparer le terrain à une période de prospérité au deuxième semestre de 2020.

Mike Archibald (MA) : À mon avis, le marché obligataire prévoit qu'une récession est beaucoup plus probable que le marché boursier, ce qui envoie des signaux contradictoires pour le moment. Bien que certaines tendances sous-jacentes soient préoccupantes, d'autres sont plus encourageantes.

AK : Compte tenu du caractère asymétrique des occasions de risque-rendement, les investisseurs obligataires dans leur ensemble considèrent que la conservation du capital passe avant tout potentiel de gain. Cela est également vrai sur le marché des obligations de sociétés. La conservation du capital et la gestion du risque sont particulièrement importantes à un stade aussi avancé du cycle.

MA : Ces jours-ci, toutes les décisions que nous prenons tiennent essentiellement compte du risque de baisse du marché, car le présent cycle économique dure depuis maintenant dix ans et la probabilité qu'il se prolonge encore trois ou cinq ans est assez faible. À moins d'envisager une négociation tactique, un exercice difficile et non conseillé pour la plupart des investisseurs, il serait insensé de s'exposer à un risque de marché excessif à ce stade-ci.

Quels sont certains des signaux contradictoires observés dernièrement et que vous surveillez de près?

MA : Les indicateurs avancés, par exemple les mises en chantier et les titres liés aux semi-conducteurs, affichent une bonne tenue, comme si l'économie n'était pas prête à céder. Mais d'autres indicateurs démontrant une forte

sensibilité économique, comme les titres du secteur automobile, qui ont pris du retard, ont fait piètre figure. Pensons ensuite à la préférence du marché boursier pour les substituts d'obligations liés aux secteurs défensifs et de très grande qualité du marché (services aux collectivités, FPI et consommation de base), qui ont tous enregistré d'excellents rendements cette année. Par le passé, les investisseurs ont opté pour ce type de positionnement lorsqu'ils anticipaient une plus grande instabilité.

AK : Le resserrement des conditions financières entraîne presque toujours un resserrement économique. Le recul considérable des taux des obligations américaines, et en particulier des titres du Trésor américain, au cours de la dernière année constitue un signe évident de faiblesse économique auquel il aurait fallu s'attendre après le choc financier au quatrième trimestre de 2018. Il ne faut toutefois pas oublier que ce marché n'est pas propre aux États-Unis; il s'agit d'un marché mondial et, à l'instar du dollar américain, sa valorisation en dit long sur l'état de l'économie mondiale, dont de nombreuses parties sont déjà en récession. Les investisseurs obligataires doivent surtout se demander si cet affaiblissement se répercutera sur leur région, où l'essoufflement se fait sentir depuis déjà neuf ou dix mois.

« Dans l'ensemble, les actions se comporteront mieux que les obligations, et les obligations de sociétés afficheront une meilleure tenue que les obligations d'État, sans toutefois surclasser les actions. Et comme les secteurs cycliques connaîtront une reprise, les obligations à rendement élevé, qui – parmi les obligations de sociétés – sont fortement axées sur les ressources naturelles, devraient en profiter, à l'instar du marché boursier canadien.

– Andy Kochar

MA : Les demandes de prestations d'assurance emploi et le taux de chômage global demeurent relativement faibles, mais s'ils commencent à augmenter, les consommateurs pourraient s'inquiéter davantage et moins dépenser. Il n'en est pas ainsi pour l'instant, et la confiance des consommateurs tient le coup. La qualité du crédit est également assez solide et aucun des sondages récemment menés auprès de responsables de prêts bancaires ne révèle de baisse importante du financement octroyé aux petites et moyennes entreprises.

AK : Les signaux émanant du marché du crédit, qui mène les marchés boursiers vers le bas, sont plutôt positifs, notamment grâce aux mesures de relance mises en œuvre par la Réserve fédérale américaine. Celles-ci ont vraiment calmé la nervosité qui s'est manifestée à la fin de l'année dernière. Ces interventions ont fait baisser les taux de rendement et les taux de défaillance à des planchers record, mais le vent peut tourner rapidement. Certains segments du marché du crédit sont perturbés, mais plus à cause des obstacles inhérents aux secteurs que des données techniques du marché en général.

MA : Parmi d'autres indicateurs auxquels je porte attention, notons le prix du cuivre. Sans permettre de prévoir avec une parfaite justesse une expansion ou une contraction économique, le prix du cuivre est un indicateur acceptable et il n'a cessé de chuter tout au long de l'année. Il doit se maintenir à ce niveau et commencer à augmenter pour annoncer une hausse de la demande et une amélioration des perspectives.

AK : Un élément peut m'empêcher de dormir la nuit : l'état des marchés du financement à un jour. La robustesse de ces marchés est essentielle et récemment, ils ont montré des signes de détérioration. La cause est interne, et les choses pourraient tourner au vinaigre. Nous estimons que la Réserve fédérale est en train de remédier à la situation aux États-Unis, mais nous continuons de suivre la situation de près.

MA : La morosité des données manufacturières constitue un autre indicateur important. L'indice des directeurs d'achat (PMI) révèle désormais qu'environ 75 % des économies dans le monde se sont contractées. En Amérique du Nord, le secteur manufacturier représente une part moins importante de l'économie que dans d'autres régions du monde; toutefois, la corrélation

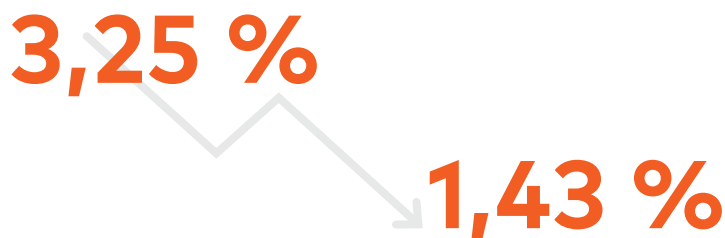
est positive entre les résultats de ce secteur et les récessions précédentes, ce qui suscite des préoccupations grandissantes.

AK : Le ralentissement de l'activité manufacturière se fait sentir depuis plusieurs mois. Dans la plupart des grandes économies, l'indice PMI a atteint un sommet l'année dernière. Le processus est en évolution et il doit suivre son cours. Il n'a rien de nouveau. L'année dernière, l'indice a atteint un sommet record. Regardez le niveau où il se trouve aujourd'hui. Nous devons adopter un point de vue prospectif.

Dans quelle mesure les prix des actifs reflètent-ils la probabilité d'une récession?

AK : Nous nous empêtrons parfois outre mesure dans nos discussions sur les récessions. Ce qui compte avant tout pour les investisseurs, c'est le cycle de marché. Et comme les cycles de marché dictent l'orientation de l'économie, certains marchés dans le monde montrent déjà des signes de fléchissement. Pensons à l'Europe, par exemple.

MA : Globalement, il est peu probable que les données économiques se détériorent beaucoup plus et, à moins qu'un choc exogène se produise, elles devraient atteindre leur plus bas niveau au cours des trois à six prochains mois. Cela ne veut pas dire que la réévaluation des actions et des obligations ne sera pas importante à court terme. Les actions pourraient facilement subir une sévère correction à compter de maintenant.



Le taux des obligations du Trésor américain à 10 ans a reculé de **185 points de base** au cours de la dernière année.

Source : Bloomberg LP, au 1^{er} octobre 2019.

Quel rôle les banques centrales jouent-elles à cette étape du cycle?

AK : Dans un cycle économique normal, les baisses de taux d'intérêt ont tendance à agir comme un moteur important des reprises économiques, en partie parce qu'elles entraînent une accentuation des courbes de taux, laquelle contribue à stimuler le crédit. Les mesures de relance accrues que mettent actuellement en œuvre la Réserve fédérale américaine et d'autres banques centrales sont favorables et devraient permettre à l'économie et aux marchés financiers de gagner en robustesse. Je crains uniquement que, comme d'habitude, le rythme de ces interventions soit trop lent.

MA : Des changements aux éléments sous-jacents des marchés devraient ainsi s'opérer. Les secteurs qui ont fait mauvaise figure et qui n'avaient plus la cote, comme les secteurs cycliques (notamment celui des banques), ont l'habitude de se démarquer dans un certain contexte [de détente monétaire] et on observe les possibles signes précurseurs de ce redressement. Les titres des secteurs cycliques ont cessé de reculer et ils sont bon marché, mais une amélioration des données économiques est nécessaire pour qu'ils rebondissent et reprennent le dessus sur les titres des secteurs défensifs. Lorsque la croissance économique redémarrera, les gens diront « je n'ai pas besoin d'investir aussi défensivement dans tous ces titres à caractère obligataire », et ils se tourneront vers les secteurs des ressources, des banques et des biens industriels.

La morosité des données manufacturières constitue un autre indicateur important. L'indice des directeurs d'achat (PMI) révèle désormais qu'environ 75 % des économies dans le monde se sont contractées.

– Mike Archibald

AK : Dans l'ensemble, les actions se comporteront mieux que les obligations, et les obligations de sociétés afficheront une meilleure tenue que les obligations d'État, sans toutefois surclasser les actions. Et comme les

secteurs cycliques connaîtront une reprise, les obligations à rendement élevé, qui – parmi les obligations de sociétés – sont fortement axées sur les ressources naturelles, devraient en profiter, à l'instar du marché boursier canadien.

MA : Il faudra un certain temps (cela peut prendre jusqu'à six mois) pour que la transition s'amorce et, historiquement, une correction du marché a été nécessaire. Mais si l'indice S&P 500 subit une correction de 10 % ou 12 %, et que la correction des secteurs cycliques est beaucoup moins importante que celle du marché en général, nous aurons là une bonne indication que les préférences ont changé et que les opérations sur les titres de ces secteurs seront celles auxquelles vous voudriez prendre part. Des pays comme le Canada, la Corée du Sud et l'Allemagne, qui démontrent une plus grande sensibilité économique, devraient en bénéficier, mais il ne faut pas agir de façon trop prématurée. Puisque l'indice PMI est en baisse, les secteurs cycliques peuvent connaître un brusque recul. Il convient d'attendre que l'indice ait atteint un creux et qu'il se redresse. Les investisseurs devront faire preuve de patience.

AK : Les réductions de taux contribueront aussi à affaiblir le dollar américain, une conséquence généralement avantageuse pour le reste du monde, particulièrement pour les pays dont les titres étrangers sont libellés en dollars américains. Les marchés mondiaux, qui ont atteint leur point le plus bas, commencent ainsi à reprendre de la vigueur et pourraient enregistrer les meilleurs résultats. Un raffermissement du billet vert siphonne la liquidité hors du système financier, car le financement en dollars américains octroyé aux investisseurs étrangers devient plus dispendieux sur l'ensemble de la courbe des taux. Un affaiblissement du dollar américain aura l'effet contraire.

Si une récession mondiale est inévitable, pourrait-elle être moins pénible pour les investisseurs que les contractions économiques précédentes?

MA : À mon avis, la prochaine récession devrait être beaucoup moins pénible que la dernière. La situation financière des ménages est nettement plus encourageante et les consommateurs, qui stimulent la plus grande économie du monde, sont en meilleure position qu'ils ne l'étaient durant la dernière récession. Ils ont cumulé une épargne plus importante, et leur

situation s'est suffisamment améliorée pour qu'ils puissent tenir le coup en cas de hausse du taux chômage et de ralentissement de la croissance des salaires.

AK : Les marchés baissiers liés à des récessions ont tendance à être plus éprouvants que ceux qui ne le sont pas; toutefois, lorsque des récessions sont associées à des bulles spéculatives, comme celle qui a éclaté en 2007 et 2008 et la débâcle des titres technologiques avant cela, les marchés boursiers sont encore plus dommageables.

Cette fois-ci, il ne semble exister aucun risque systémique susceptible de causer une crise majeure. Depuis quelques années, on observe un effort de désendettement de la part des sociétés sur le marché public des titres de créance. Or, bien qu'une quantité importante de fonds soit prêtée sur le marché de la dette privée, nous ne constatons aucun excès majeur qui pourrait s'étendre à d'autres segments des marchés financiers à court et à moyen terme.



Andy Kochar, CFA

Gestionnaire de portefeuille et chef de crédit

Andy Kochar est un membre principal de l'équipe des titres à revenu fixe AGF, en plus d'être chef de crédit en ce qui concerne les marchés mondiaux. Il est chargé de la recherche et de la répartition des risques de crédit, et a pour cela recours à une approche multicatégorie dans tous les portefeuilles de titres à revenu fixe d'AGF.

Avant d'occuper ce poste, il a été gestionnaire de portefeuille adjoint, chargé des portefeuilles axés sur les titres de créance d'AGF, de 2013 à 2018. Auparavant, il a été pendant plus de cinq ans analyste de placements spécialisé en recherche sur le crédit pour la société Acuity Investment Management, dont AGF a fait l'acquisition en 2011.

Andy Kochar a obtenu un baccalauréat en économie (avec distinction) de l'Université York. Il est analyste financier agréé (CFA®) et membre de la CFA Society Toronto.



Mike Archibald, CFA, CMT, CAIA

Gestionnaire de portefeuille adjoint

Mike Archibald s'occupe surtout de la recherche, de l'analyse et de la sélection des actions nord-américaines. Il fait appel à une méthode ascendante pour la sélection des titres, regroupant des données d'analyses quantitative, fondamentale et technique.

Avant de se joindre à AGF, il était gestionnaire de portefeuille à Aurion Capital Management Inc., où il était responsable de la recherche, de la sélection de titres et de la gestion de portefeuilles de placements en actions pour des régimes de pension. Auparavant, il a travaillé à CPMS (Computerized Portfolio Management Services), une société spécialisée en recherche sur les valeurs mobilières fournissant des données fondamentales et quantitatives sur des placements à des gestionnaires de fonds institutionnels et de détail.

Mike Archibald est titulaire d'un BA spécialisé en administration des affaires de l'Université Wilfrid Laurier. Il est analyste financier agréé (CFA®) et possède également les titres CMT et CAIA.



Pour de plus amples renseignements, visitez le site AGF.com.

^{MC} Le logo AGF est une marque de commerce de La Société de Gestion AGF Limitée et est utilisé aux termes de licences.

Les commentaires que renferme le présent document sont fournis à titre de renseignements d'ordre général et sont fondés sur de l'information disponible au 1^{er} octobre 2019. Ils ne devraient pas être considérés comme des conseils en matière de placement, une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières. 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. Nous invitons les investisseurs à obtenir les conseils d'un conseiller financier.

Les opinions exprimées dans cet article sont celles de l'auteur et ne représentent pas nécessairement le point de vue d'AGF, de ses filiales et de toute autre société apparentée ou affiliée, et ne peuvent être associées à aucun fonds ni à aucune stratégie d'investissement.

La Société de Gestion AGF Limitée (« AGF »), un émetteur assujéti au Canada, est une société indépendante formée de sociétés en propriété exclusive de gestion d'actifs diversifiés à l'échelle mondiale. Les filiales de gestion de placements d'AGF sont Placements AGF Inc. (« PAGFI »), AGF Investments America Inc. (« AGFA »), Gestion de placements Highstreet (« Highstreet »), AGF Investments LLC (anciennement FFCM LLC) (« AGFUS »), AGF International Advisors Company Limited (« AGFIA »), AGF Asset Management (Asia) Limited (« AGF AM Asia »), Doherty & Associates Ltd. (« Doherty ») et Cypress Capital Management Ltd. (« CCM »). PAGFI, Highstreet, Doherty et CCM sont inscrites à titre de gestionnaires de portefeuille auprès de diverses commissions des valeurs mobilières canadiennes, de même qu'auprès d'autres organismes canadiens. AGFA et AGFUS sont inscrites aux États-Unis à titre de conseillers en placement. AGFIA est réglementée par la Central Bank of Ireland et est inscrite auprès de l'Australian Securities & Investments Commission. AGF AM Asia est inscrite à Singapour à titre de gestionnaire de portefeuille. Les filiales de gestion de placements faisant partie d'AGF gèrent plusieurs mandats comprenant des actions, des titres à revenu fixe et des éléments d'actif équilibrés. Date de publication : le 18 octobre 2019.