

HORIZONS AGF

C'est l'histoire d'un gestionnaire d'obligations fondamental et de deux gestionnaires d'actions quantitatifs qui entrent dans un bar...

Enfin, peut-être pas dans un vrai bar par les temps qui courent, mais cela n'a pas empêché chacun d'eux de s'appuyer sur l'expertise des autres au cours de la dernière année. Voici comment leur collaboration les aide à décortiquer le contexte macroéconomique actuel et à prendre des décisions de placement plus éclairées dans l'ensemble des catégories d'actif.

Stephen Duench

Vice-président et
gestionnaire de portefeuille

Andy Kochar

Gestionnaire de portefeuille et
chef des titres de crédit mondiaux

Abhishek Ashok

Analyste

Le fait que vous trois travaillez ensemble si étroitement pourrait surprendre ceux qui considèrent que vos approches de placement sont complètement distinctes. Pourquoi, selon chacun de vous, cette collaboration est-elle logique?

Stephen Duench (SD) : Effectivement. Il peut sembler étrange pour un gestionnaire de titres de créance fondamental comme Andy de collaborer avec des gestionnaires quantitatifs comme Abhi et moi. De toute évidence, nos styles de placement sont très différents et nous investissons dans des catégories d'actif différentes. Toutefois, si notre analyse sectorielle ou factorielle aboutit aux mêmes conclusions que la recherche d'Andy en ce qui concerne le contexte macroéconomique, cela ne fait que renforcer notre conviction à l'égard d'une position ou d'une opération que chacun d'entre nous a pu envisager.

Andy Kochar (AK) : Le rendement relatif des facteurs boursiers explique en grande partie le régime de marché dans lequel un investisseur se trouve, qu'il s'agisse des taux, des taux de change ou, dans mon cas, du crédit. En fait, peu importe l'entreprise, le risque de crédit et les primes de risque des actions vont de pair. Par conséquent, le travail factoriel de Stephen et d'Abhi constitue souvent une excellente confirmation de ce que je constate dans mon domaine et, lorsque cela se produit, cela m'aide à déterminer ce que je devrai faire dans le régime qui s'en vient. L'évaluation de ces conditions du marché me procure une plus grande confiance dans ma décision de rajuster la taille d'un placement donné dans le portefeuille et de choisir le moment propice pour le faire. Cela peut concerner la répartition des placements entre les obligations de qualité, à rendement élevé et convertibles, une révision à la hausse ou à la baisse de la sensibilité aux taux d'intérêt ou la pondération des titres cycliques par rapport aux titres défensifs. Cela peut aussi m'aider à déterminer la répartition en fonction de l'aversion ou de l'appétit pour le risque; en de nombreuses occasions, mes recherches ont concordé avec l'analyse factorielle de Stephen et d'Abhi, et la collaboration avec eux est devenue très importante dans mon processus de placement.

« Nous avons récemment analysé le rendement sectoriel et factoriel dans le contexte des attentes d'inflation.

– **Abhishek Ashok**



Abhishek Ashok (AA) : La collaboration avec Andy – et, franchement, avec d'autres gestionnaires et analystes fondamentaux au sein de l'équipe de gestion des placements d'AGF – nous force également à examiner les données d'une manière un peu différente de ce que nous ferions, Stephen et moi-même. Par exemple, nous avons récemment analysé le rendement sectoriel et factoriel dans le contexte des attentes d'inflation, et Andy nous a suggéré de le faire en examinant l'écart entre les attentes à court et à long terme et les périodes d'inversion ou d'accentuation, plutôt que d'axer seulement la recherche sur la courbe générique des taux, dans le même but. Cela ne veut pas dire que notre façon de faire n'était pas la bonne, mais l'analyse selon un point de vue différent représente un avantage clair, qui peut avoir un effet multiplicateur en ce qui a trait à la façon dont l'information est utilisée et par qui elle l'est.

« Bon nombre des actions qui font l'objet de ventes à découvert élevées sont des actions de sociétés en difficulté, et elles ont poursuivi leur remontée au quatrième trimestre de 2020, à l'instar des titres de créance en difficulté.

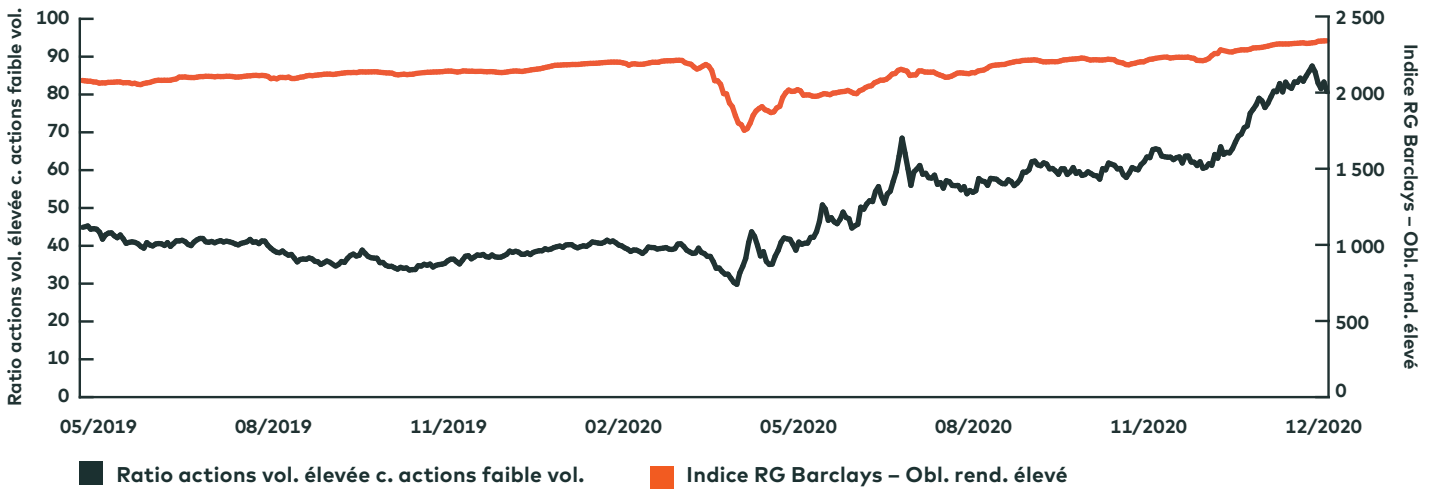
– **Andy Kochar**



Pouvez-vous nous donner des exemples de recherches fructueuses en collaboration, au cours de la dernière année de la pandémie de COVID-19?

AK : L'un des meilleurs exemples de la façon dont le travail de Stephen et d'Abhi m'a aidé à prendre de meilleures

À la recherche d'une relation



Source : Bloomberg, au 3 mai 2021.

décisions remonte aux turbulences qui ont secoué le marché au début de la pandémie de COVID-19, il y a un peu plus d'un an. Peu après le début de la crise, le taux de défaillance implicite a bondi à 14 % (selon les prévisions sur 12 mois), son plus haut niveau depuis la crise financière mondiale de 2009. À mon avis, c'était le fruit d'une peur extrême du type de celle qui est habituellement de bon augure pour une reprise subséquente des actifs risqués comme les titres de créance et les actions. Mais c'est le fait que cette peur ait également été évidente dans l'écart de rendement quantitativement important et croissant entre les actions à volatilité élevée et à faible volatilité qui a contribué à me convaincre que le décrochage tirait à sa fin. Naturellement, il s'est avéré que la prévision était juste, et les marchés des titres de créance et des actions ont commencé à se redresser beaucoup plus tôt que prévu par d'autres observateurs. Un autre excellent exemple de cette collaboration est la relation entre, d'une part, les titres de créance et les actions qui sont les plus vendues à découvert et, d'autre part, les actions les moins vendues à découvert. Bon nombre des actions qui font l'objet de ventes à découvert élevées sont des actions de sociétés en difficulté, et elles ont poursuivi leur remontée au quatrième trimestre de 2020, à l'instar des titres de créance en difficulté. Plus important encore, la force de cette tendance – et la connaissance de celle-ci – m'ont aidé à prendre la décision de conserver mes placements dans des titres de créance en difficulté jusqu'au premier

trimestre de 2021. Autrement dit, le travail factoriel effectué par Stephen et Abhi m'a incité à rester investi sur le marché pendant plus longtemps que je l'aurais fait sans eux.

SD : Plus récemment, nous avons collaboré au sujet des indices des directeurs des achats. L'expérience a été intéressante, car elle a montré que l'analyse, pour en valoir la peine, doit être interprétée selon le point de vue particulier de chacun de nous. Il est bien connu que les indices des directeurs des achats ont atteint un plancher au printemps de 2020, mais il n'est pas toujours facile de comprendre comment les secteurs ou les facteurs réagissent historiquement, lorsque les données économiques continuent de s'améliorer. Par exemple, selon nos recherches, le début d'une remontée d'un indice des directeurs des achats coïncide généralement avec une forte reprise des secteurs cycliques du marché et des facteurs comme la valeur ou la volatilité élevée. En fait, c'est exactement ce qui s'est produit à partir du creux de 2020 et jusqu'à la fin de l'année dernière. Sachant cela, Andy et moi avons orienté nos portefeuilles respectifs vers l'énergie et les services financiers pour en tirer parti. Mais revenons rapidement au moment présent : notre raisonnement a changé à divers degrés. Actuellement, les indices des directeurs des achats continuent d'augmenter, mais ils sont bien loin du creux et beaucoup plus proches d'un sommet, ce qui signifie habituellement qu'il n'y a plus

d'argent facile à faire dans les secteurs cycliques. Nos travaux montrent cependant qu'un indice des directeurs des achats élevé, même s'il fait du « surplace », peut être assez favorable aux opérations sur les titres cycliques, mais les occasions d'en profiter sont probablement plus limitées ou moins intéressantes du point de vue de l'évaluation au fur et à mesure que le temps passe. Conformément à mon point de vue – celui d'Andy sera différent –, je continue de pondérer fortement les secteurs cycliques, mais je rehausse la qualité de mon portefeuille pour m'assurer que mes placements dans ces secteurs cycliques portent davantage sur des sociétés de qualité supérieure.

AK : Ce point est important. Même si Stephen, Abhi et moi pouvons tous être d'accord sur l'interprétation à donner à une hausse des indices des directeurs des achats, la façon dont nous choisirons de réagir à l'analyse sera différente, en partie à cause de la catégorie d'actif que nous gérons. N'oubliez pas que les titres de créance sont généralement un indicateur avancé pour les actions. Contrairement à Stephen, qui s'occupe d'actions, mon portefeuille sous-pondère maintenant l'énergie et les services financiers, qui semblent tous deux chers par rapport au reste du marché des titres de créance.

Qu'en est-il de l'exemple de l'inflation dont Abhi a parlé plus tôt?

AA : L'inflation – ou du moins l'inflation à laquelle on s'attend – est évidemment un autre problème majeur en ce moment. Ainsi, comme mentionné plus tôt, Andy nous a récemment demandé de fournir des données montrant comment les secteurs et les facteurs boursiers se comportent habituellement de trois à six mois avant et après l'inversion des attentes d'inflation, c'est-à-dire lorsque les attentes d'inflation à court terme dépassent les attentes à long terme. Nous avons constaté que, en règle générale, les marchés ont un appétit pour le risque ou sont hypercycliques avant les inversions, mais qu'ils se comportent presque de manière opposée trois à six mois plus tard, lorsque les attentes d'inflation se réalisent.

AK : La possession de cette information me donne une meilleure idée du niveau où je dois concentrer mon attention dans la structure du capital. Ce que je veux dire, c'est que cela est utile pour l'assemblage du portefeuille et

non pour la sélection de titres. Pour bien faire mon travail, je dois m'assurer d'avoir la bonne exposition aux secteurs, aux titres de créance et aux devises. Il est important de noter que les marchés des titres de créance sont très inefficaces par rapport aux marchés boursiers. Ainsi, l'un des avantages d'exploiter les recherches d'Abhi et de Stephen est que celles-ci sont fondées sur des données en temps réel, ce qui me permet d'être un peu plus sensible à la conjoncture macroéconomique que je ne le serais autrement.

« Le fait de pouvoir partager de l'information... donne l'occasion d'entendre différents points de vue sur les tendances macroéconomiques en évolution .

– Stephen Duench



Quelque chose à ajouter pour conclure?

SD : Il y a un élément intangible en jeu ici aussi. Le fait de pouvoir partager de l'information avec Andy – ou quelqu'un d'autre au sein de notre équipe de gestion des placements qui a une approche ou un mandat différent – donne l'occasion d'entendre différents points de vue sur les tendances macroéconomiques en évolution. N'oubliez pas que faire de la recherche sur le rendement des facteurs boursiers, si les attentes d'inflation atteignent 2 % ou 3 %, n'est qu'un aspect de notre travail. Celui-ci exige également de déterminer lequel de ces deux scénarios semble le plus probable, et c'est en partie en explorant différents points de vue que nous pouvons tirer nos conclusions.



Stephen Duench, CFA^{*}

**Vice-président et
gestionnaire de portefeuille**

À titre de vice-président et gestionnaire de portefeuille, Stephen Duench apporte une contribution essentielle à AGFiQ, la plateforme d'investissement quantitatif d'AGF. L'équipe d'AGFiQ applique une démarche fondée sur la conviction que les résultats d'investissement peuvent être améliorés par l'évaluation et le ciblage des facteurs qui influencent les rendements des marchés.

M. Duench est le principal gestionnaire de portefeuille du Fonds de revenu de dividendes AGFiQ et du Fonds canadien de dividendes de grandes capitalisations AGF. Il joue également un rôle central dans la création et le soutien des outils de gestion de portefeuille, des analyses et des applications d'AGFiQ, aussi bien pour les mandats canadiens que mondiaux.

Il a commencé sa carrière à AGF en se joignant à l'équipe de Gestion de placements Highstreet*. M. Duench est titulaire d'un baccalauréat spécialisé en mathématiques financières de l'Université Wilfrid Laurier, en plus d'être analyste financier agréé (CFA[®]).

* Gestion de placements Highstreet est une filiale en propriété exclusive de Placements AGF Inc.



Andy Kochar, CFA^{*}

**Gestionnaire de portefeuille et
chef des titres de crédit mondiaux**

Andy Kochar est le membre principal de l'équipe des titres à revenu fixe AGF, en plus d'être chef des titres 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 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.



Abhishek Ashok, M.A., MFE, CFA^{*}

Analyste

À titre d'analyste, Abhishek Ashok est chargé de mettre au point des outils d'investissement quantitatif et d'en interpréter les résultats afin de perfectionner le processus de gestion des placements, de rédiger des textes devant figurer dans des présentations de même que des commentaires, d'aider à la gestion et au traitement des données dans le cadre d'AGFiQ, la plateforme d'investissement quantitatif d'AGF.

Il a commencé sa carrière à AGF en se joignant à l'équipe de Gestion de placements Highstreet*. Il a depuis gagné en responsabilités et a joué un rôle de plus en plus important au sein de l'équipe d'investissement.

Analyste financier agréé (CFA[®]), M. Ashok est titulaire d'une maîtrise en économie financière de l'Université Western Ontario, d'une maîtrise en économie de l'Université York ainsi que d'un baccalauréat en économie et en gestion de l'Université Purdue.

* Gestion de placements Highstreet est une filiale en propriété exclusive de Placements AGF Inc.



Pour de plus amples renseignements, visitez le site [AGF.com](https://www.agf.com).

CFA® et Chartered Financial Analyst® sont des marques de commerce du CFA Institute.

Les commentaires que renferme le présent document sont fournis à titre de renseignement d'ordre général et sont fondés sur de l'information disponible au 3 mai 2021. 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 consulter un professionnel des placements.

Les points de vue exprimés dans cet article sont ceux de l'auteur et ne représentent pas nécessairement les opinions d'AGF, de ses filiales et de toute autre société apparentée ou affiliée, et ne peuvent être associés à aucun fonds ni à aucune stratégie d'investissement.

Placements AGF est un groupe de filiales en propriété exclusive de La Société de Gestion AGF Limitée, un émetteur assujéti au Canada. Les filiales faisant partie de Placements AGF sont Placements AGF Inc. (« PAGFI »), AGF Investments America Inc. (« AGFA »), AGF Investments LLC (« AGFUS ») et AGF International Advisors Company Limited (« AGFIA »). AGFA et AGFUS sont inscrites aux États-Unis à titre de conseillers. PAGFI est inscrite à titre de gestionnaire de portefeuille auprès des commissions des valeurs mobilières canadiennes. AGFIA est réglementée par la Central Bank of Ireland et est inscrite auprès de l'Australian Securities & Investments Commission. Les filiales faisant partie de Placements AGF gèrent plusieurs mandats comprenant des actions, des titres à revenu fixe et des éléments d'actif équilibrés.

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

Date de publication : le 11 mai 2021.