



HORIZONS AGF

Tactique, équilibre, humilité :

comment composer avec un changement de régime potentiel sur les marchés

L'inflation a été le point de mire des investisseurs pendant la majeure partie de la dernière année, mais la crainte grandissante d'une récession commence à attirer leur attention et à secouer les marchés financiers.

Les membres de l'équipe de gestion des investissements d'AGF ont récemment participé à une table ronde pour discuter des fluctuations du contexte macroéconomique actuel et de ce que les investisseurs peuvent faire pour positionner leurs portefeuilles en conséquence.

Andy Kochar, CFA[®]

Vice-président, gestionnaire de portefeuille et chef des titres de crédit mondiaux

Bill DeRoche, MBA, CFA[®]

Chef des investissements et chef des stratégies non traditionnelles AGFiQ

Mike Archibald, CFA[®], CMT, CAIA

Vice-président et gestionnaire de portefeuille

Dillon Culhane, CFA[®], CPA, CA

Analyste des actions

Le cycle économique est-il entré dans une nouvelle phase cet été?

Andy Kochar (A.K.) : Ce qui est différent dans le présent cycle économique par rapport à ceux du passé, c'est l'aspect inflationniste. Les prix n'ont pas grimpé aussi rapidement depuis des décennies, ce qui nous a forcés – en tant qu'investisseurs – à envisager les marchés financiers sous un nouvel angle, que ce soit en ce qui concerne les actions ou les titres à revenu fixe, ou d'un point de vue sectoriel ou factoriel. Or, au cours des derniers mois, ce n'est pas seulement l'inflation qui a préoccupé les investisseurs. En fait, nous sommes peut-être à un tournant du cycle actuel : l'inflation a atteint un sommet (mais demeure élevée) et les craintes d'un ralentissement économique sont potentiellement devenues la plus grande préoccupation, ce qui pourrait entraîner un changement de régime sur les marchés qui créerait un nouveau groupe de gagnants et de perdants.

Bill DeRoche (B.D.) : Une partie de ce changement de meneurs de marché au détriment des titres de valeur, au cours de la remontée plus tôt cet été, en témoigne. Pendant la plus grande partie de l'année, les investisseurs se sont concentrés sur l'inflation et la hausse des taux d'intérêt, mais les participants aux marchés changent leur orientation et veulent se concentrer davantage sur les perspectives d'une récession et sur la question de savoir si les banques centrales seront bientôt forcées de réduire les taux d'intérêt ou, à tout le moins, de cesser de les augmenter de façon aussi énergique pour contrer le risque d'un important ralentissement de la croissance économique. Ce faisant, toutefois, je ne peux m'empêcher de penser que certains investisseurs ratent une étape du processus. Il est vrai que l'inflation a probablement atteint un sommet, mais il faudra un certain temps avant qu'on puisse faire marche arrière, et la Fed a indiqué aux marchés qu'elle doit encore relever les taux de façon énergique pour ramener l'inflation à sa cible, soit plus près de 2 %.

A.K. : De janvier à la mi-juin, toutes les nouvelles négatives sur l'inflation ont entraîné des ventes sur les marchés. Les actions de sociétés dont le cycle est court, comme celles des secteurs de l'énergie et des matériaux, ont été parmi les seuls refuges, tandis que la plupart des autres titres ont été délaissés au profit de liquidités. Or, depuis, les nouvelles concernant l'inflation ont été positives pour les marchés ou, dans le pire des cas, elles ont suscité des réactions mitigées.

Mike Archibald (M.A.) : Au cours de l'été, il y a eu une forte rotation vers les secteurs plus sensibles à l'économie. Les secteurs comme ceux des biens industriels et de la

consommation discrétionnaire ont commencé à prendre les devants et certains des secteurs défensifs qui s'étaient très bien comportés ont commencé à passer au second plan, tels que les secteurs semblables à celui de l'énergie. Toutefois, cette réorientation s'est quelque peu affaiblie au cours des dernières semaines, en partie parce que le marché est de plus en plus préoccupé par la persistance de l'inflation, même si celle-ci a atteint un sommet. Par conséquent, il est difficile de dire si les investisseurs sont prêts à retourner de façon durable vers des titres à durée longue et à plus forte croissance. Bon nombre de ces titres sont encore relativement chers et, bien que leur profil de croissance soit bon, il n'est pas excellent. De plus, ils sont sensibles à tout ralentissement économique qui pourrait survenir. C'est pourquoi j'ai du mal à entrevoir un changement de régime total, mais il sera encore difficile pour certains des secteurs défensifs du marché et des actifs à durée courte d'enregistrer des rendements supérieurs, comme ils l'ont fait plus tôt cette année, compte tenu de notre position actuelle dans le cycle. Ils pourraient encore constituer de bons refuges pour le prochain trimestre, car leur trajectoire de croissance est beaucoup plus claire. Toutefois, en 2023, les tendances pourraient changer et favoriser davantage les secteurs de la consommation discrétionnaire, de la technologie et des biens industriels.

“ Il est vrai que l'inflation a probablement atteint un sommet, mais il faudra un certain temps avant qu'on puisse faire marche arrière.

– Bill DeRoche



Dillon Culhane (D.C.) : Sur le marché, les investisseurs sont devenus très impatients et s'attendent à ce que ce cycle inflationniste se termine rapidement. Il existe un désir réel de revenir à des taux d'intérêt plus bas et à des titres de croissance, qui, pour de nombreux investisseurs, sont beaucoup plus intéressants que les placements dans les produits de base ou les secteurs défensifs. Toutefois, pour revenir à ce que disait Mike, on s'est rendu compte plus récemment que même si l'inflation a atteint un sommet, cela ne signifie pas qu'elle chutera soudainement. En fait, elle pourrait rester élevée encore

longtemps. Si l'on examine le rendement des actions du secteur de l'énergie depuis leur récent sommet à la mi-juin, on constate qu'elles ont chuté d'environ 30 % en un peu plus d'un mois, mais qu'elles ont depuis récupéré près des deux tiers de ces pertes.

M.A. : Si l'inflation persiste bel et bien et que les taux continuent d'augmenter, les marchés risquent fort de demeurer agités comme ils le sont actuellement. En fait, la dernière fois que les taux d'intérêt ont grimpé aux États-Unis, avant la pandémie, l'indice S&P 500 était extrêmement volatil et affichait de très fortes hausses et baisses, de sorte qu'il a fait du surplace et qu'il n'a presque pas progressé entre le début de 2018 et le troisième trimestre de 2019.

Qu'en est-il de la croissance? Les investisseurs ont-ils raison de penser que l'économie est sur le point de ralentir considérablement?

A.K. : Malgré toutes les rumeurs de récession, l'économie américaine semble toujours se porter très bien, selon plusieurs indicateurs, y compris les statistiques sur l'emploi, comme les primes liées aux changements d'emploi pour les employés américains, qui n'ont jamais été aussi élevées dans les 30 dernières années. Par ailleurs, les consommateurs américains sont beaucoup plus résilients à l'égard de la hausse des taux qu'ils ne l'ont été dans le passé. Par conséquent, même si le marché craint une récession et prévoit d'éventuelles baisses de taux, pour l'instant, le contexte économique pourrait être plus stable que bon nombre d'investisseurs le croient.

B.D. : Mais dirons-nous la même chose dans trois mois? Il semble clair que la *Fed* est déterminée à maîtriser l'inflation. Si elle relève les taux jusqu'à 3,5 % ou plus, cela pourrait entraîner une destruction beaucoup plus importante de la demande et avoir une incidence négative sur les bénéfices.

D.C. : Le marché fait peut-être abstraction des milliards de dollars que les gouvernements continuent de distribuer dans le cadre de mesures de relance, ce qui pourrait contrebalancer les mesures prises par les banques centrales pour réduire l'inflation. Cela va des réductions de taxe sur le carburant et d'autres subventions énergétiques à la récente prolongation de l'exonération du remboursement des prêts étudiants aux États-Unis, ainsi qu'à l'*Inflation Reduction Act* et à la *Chips and Science Act*, deux lois qui ont été adoptées plus tôt cette année.

Par ailleurs, les consommateurs américains sont beaucoup plus résilients à l'égard de la hausse des taux qu'ils ne l'ont été dans le passé.

– Andy Kochar



M.A. : Si les taux d'intérêt continuent d'augmenter, cela exercera des pressions sur les budgets des ménages, surtout si le taux de chômage commence à augmenter lui aussi. Cette situation finira par se répercuter négativement sur les revenus et les bénéfices des sociétés. Certes, cette évolution est lente, en partie parce que les gens ont des épargnes excédentaires, mais l'histoire montre que ce n'est peut-être qu'une question de temps.

D.C. : L'économie américaine se porte peut-être mieux que certains investisseurs le croient, mais nous devons la comparer à d'autres économies. L'économie européenne semble au bord de la récession, essentiellement en raison de la crise de l'énergie qui entraîne une hausse du coût de la vie beaucoup plus importante qu'en Amérique du Nord. Ce contexte pourrait forcer la Banque centrale européenne à continuer de relever les taux, même si la croissance économique est déjà au point mort, ce qui pourrait se traduire par des résultats très différents pour les marchés financiers européens par rapport au reste du monde.

Quelles sont les occasions qui se profilent à l'horizon et comment les investisseurs devraient-ils agir dans le contexte macroéconomique à court terme?

A.K. : Le tiraillement entre les craintes d'inflation et les craintes à l'égard de la croissance est une nouveauté pour bien des investisseurs. Nous ne sommes pas habitués à cette partie de souque à la corde, mais il existe encore de nombreuses occasions d'acheter des titres de bonnes sociétés dans divers secteurs. Du point de vue des titres à revenu fixe, les investisseurs ne sont plus obligés de prendre un risque de durée excessif dans leurs portefeuilles pour générer un revenu. Ils peuvent rester dans le segment à court terme de la courbe et toucher un coupon très intéressant à l'heure actuelle.

B.D. : Je crois que les investisseurs doivent faire preuve de prudence. Nous ne sommes pas encore dans un contexte d'appétit pour le risque, et il est probablement trop tôt pour se tourner entièrement vers des positions acheteurs sur actions. Cela dit, le marché boursier a prouvé à maintes reprises qu'il est très résilient; il pourrait remonter d'ici la fin de l'année.

Il semble prudent d'adopter une approche en haltères qui tient compte à la fois des titres de croissance et des titres cycliques.

– Dillon Culhane



M.A. : Le rendement sera important dans ce contexte. Je ne crois pas que les investisseurs voudront se tourner entièrement vers la croissance, pas plus qu'ils voudront se cantonner dans le secteur de l'énergie et les secteurs défensifs.

A.K. : Ces dernières années, le marché penchait totalement d'un côté ou de l'autre. Il y a eu des périodes de surperformance extrême des titres de croissance et, plus récemment, des périodes de surperformance extrême des titres de valeur, mais avant 2016, lorsque les taux d'intérêt ont chuté, ce n'était pas tant la croissance ou la valeur qui importait, mais simplement la sélection de bons titres.

M.A. : Du point de vue de la croissance des actions – ma stratégie tend à pencher en faveur de cette perspective –, le contexte demeure difficile. Je préfère les titres de croissance défensifs ou de grande qualité aux actifs à durée longue, mais je crois qu'il existe de bonnes occasions dans les deux camps. De façon plus générale, je crois que nous devons tous nous préparer à des périodes de surperformance plus courtes, d'une catégorie par rapport à une autre, que celles auxquelles nous avons été habitués au cours des dernières années. Les actions du secteur des technologies, par exemple, ont été les favorites des investisseurs pendant plusieurs années de suite, mais à l'avenir, il pourrait y avoir des réorientations plus fréquentes d'une catégorie à l'autre, compte tenu de tout ce dont nous avons parlé.

D.C. : Il semble prudent d'adopter une approche en haltères qui tient compte à la fois des titres de croissance et des titres cycliques. Dans le premier cas, l'occasion semble idéale pour les gestionnaires dynamiques, étant donné que de nombreuses sociétés de grande qualité ont été indûment écartées au cours de la dernière année. Dans le deuxième cas, il y a encore beaucoup de titres attrayants, malgré le piètre rendement de cet été. Le secteur de l'énergie, par exemple, demeure soutenu par des valorisations relativement bon marché et la dynamique de l'offre et de la demande, car la capacité excédentaire se situe à des creux historiques et la demande remonte vers les niveaux d'avant la pandémie. Or, cela ne signifie pas que le secteur ne fait face à aucun obstacle. Les difficultés économiques de l'Europe – et la récession probable – sont particulièrement préoccupantes, mais il y a encore de bonnes chances que le reste du monde puisse éviter le même sort. Quoi qu'il en soit, les récessions ont eu très peu d'incidence sur la demande de pétrole dans le passé et il y a peu de raisons de croire que ce sera très différent cette fois-ci.

B.D. : En fin de compte, il est très difficile de déterminer précisément à quelle étape nous en sommes dans le cycle économique actuel, mais si nous comprenons la dynamique en jeu – je crois que c'est ici le cas –, il est beaucoup plus facile de prédire la probabilité d'un résultat par rapport à un autre et de positionner un portefeuille en conséquence. Cela ne veut pas dire de tout miser sur le régime de marché qui, selon nous, est le plus susceptible de se produire. Nous devons tout de même être prévenants et faire preuve de rigueur, en plus de reconnaître la possibilité d'avoir tort.

M.A. : Je suis d'accord. La discipline est toujours la clé. Les investisseurs pourraient devoir adopter une approche plus tactique et équilibrée dans ce contexte qu'à l'habitude. Pour ce qui est de l'affirmation de Bill selon laquelle on peut se tromper, il est aussi important de toujours conserver une certaine humilité.

La discipline est toujours la clé. Les investisseurs pourraient devoir adopter une approche plus tactique et équilibrée dans ce contexte qu'à l'habitude.

Mike Archibald





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

Andy Kochar est l'un des principaux membres 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 d'effectuer des recherches et de veiller à la répartition des risques de crédit dans tous les portefeuilles de titres à revenu fixe d'AGF, selon une approche tenant compte de l'ensemble des catégories.

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 pendant plus de cinq ans pour la société Acuity Investment Management, dont AGF a fait l'acquisition en 2011.

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



Bill DeRoche, MBA, CFA®
**Chef des investissements
 et chef des stratégies
 non traditionnelles AGFiQ**

Bill DeRoche est chef des investissements, AGF Investments LLC (anciennement FFCM LLC)¹, et chef des stratégies non traditionnelles AGFiQ. Il est cofondateur d'AGF Investments LLC, une société de conseil fondée à Boston en 2009 et une filiale de La Société de Gestion AGF Limitée. M. DeRoche fait partie de l'équipe de direction d'AGFiQ, la plateforme d'investissement quantitatif d'AGF, qui 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. DeRoche possède une expérience considérable dans l'application de stratégies factorielles quantitatives et de méthodes non traditionnelles, et ce, afin d'atteindre un vaste ensemble d'objectifs. Auparavant, M. DeRoche était vice-président à State Street Global Advisors (SSgA), où il dirigeait l'équipe chargée des actions américaines bonifiées. Dans le cadre de ses fonctions, il gérait principalement les stratégies axées sur les positions longues et 130/30 sur les marchés américains, et il effectuait des recherches sur les modèles de classement des titres et les techniques d'assemblage de portefeuilles de SSgA. Avant son entrée à SSgA en 2003, il exerçait la fonction d'analyste quantitatif et de gestionnaire de portefeuille à Putnam Investments. Il travaille dans le domaine de la gestion de placements depuis 1995. Avant cette date, il était pilote du Grumman A-6 Intruder dans la Marine américaine et faisait partie de l'escadron d'attaque 85, à bord du porte-avions USS America (CV-66).

M. DeRoche est titulaire d'un baccalauréat en génie électrique de l'académie navale des États-Unis (United States Naval Academy) et d'un MBA de l'Amos Tuck School of Business Administration, du Dartmouth College. Il est également analyste financier agréé (CFA®) et a obtenu les licences des séries 7, 63 et 24 de la FINRA.



Mike Archibald, CFA®, CMT, CAIA
**Vice-président et gestionnaire
 de portefeuille**

Mike Archibald est responsable des stratégies d'actions de croissance canadiennes AGF. Il fait appel à une démarche d'investissement ascendante et utilise des données quantitatives, fondamentales et techniques afin de cerner les sociétés dont les bénéfices suivent une croissance et un élan vigoureux, dont la direction est très compétente et dont le flux de trésorerie disponible est considérable.

M. Archibald s'est joint à l'équipe d'AGF en 2015, à titre de gestionnaire de portefeuille adjoint spécialisé dans la recherche, l'analyse et la sélection d'actions nord-américaines. 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 baccalauréat spécialisé en administration des affaires de l'Université Wilfrid Laurier. Il est analyste financier agréé (CFA®) et possède également les titres CMT et CAIA.



Dillon Culhane, CFA®, CPA, CA
Analyste des actions

Dillon Culhane est analyste des actions au sein de l'équipe des actions nord-américaines AGF. À ce titre, il s'occupe du secteur de l'énergie, plus particulièrement les sociétés pétrolières et gazières, de même que de celui des services aux collectivités.

Avant de se joindre à AGF, M. Culhane était analyste adjoint chargé de la recherche sur les actions dans le secteur de l'énergie, à RBC Marché des capitaux. Auparavant, il a également été associé principal à Deloitte & Touche LLP.

M. Culhane est titulaire d'un baccalauréat en commerce de l'Université Queen's, en plus d'être comptable agréé (CPA) et analyste financier agréé (CFA®).



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

Les points de vue exprimés sont ceux de l'auteur et ne représentent pas nécessairement les opinions d'AGF, de ses filiales ou de toute autre société apparentée ou affiliée, et ne peuvent être associés à aucun fonds ni à aucune stratégie d'investissement. Les références concernant des titres spécifiques ne doivent pas être considérées comme des conseils ou des recommandations en matière de placement.

Les commentaires que renferme le présent document sont fournis à titre de renseignements d'ordre général et sont fondés sur l'information disponible au 15 septembre 2022; 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.

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). AGFA et AGFUS sont inscrites aux États-Unis à titre de conseillers. PAGFI est inscrite à titre de gestionnaire de portefeuille auprès des commissions de valeurs mobilières à travers le Canada. 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 23 septembre 2022.