

HORIZONS AGF

PERSPECTIVES 2023

Le retour à la normale



Table des matières



03 | Le retour à la normale

KEVIN MCCREADIE



06 | Catégories d'actifs : Vue d'ensemble

Actions TONY GENUA

Titres à revenu fixe TRISTAN SONES

Devises TOM NAKAMURA

Actifs réels STEPHEN BONNYMAN

Alternatifs BILL DeROCHE



18 | Quatre zones à risques géopolitiques susceptibles d'influencer les marchés en 2023

GREG VALLIERE



21 | Guide de retour à la normale pour l'investisseur à la recherche de revenu

STEPHEN DUENCH, ANDY KOCHAR, DAVID STONEHOUSE, STEPHEN WAY



26 | Démondialisation, inflation et conséquences pour les marchés émergents

REGINA CHI



30 | Une nouvelle loi américaine donne un coup de pouce aux investissements axés sur la durabilité

MARTIN GROSSKOPF

» *Baladodiffusion : La politique entourant l'investissement ESG*



34 | Que se passe-t-il quand les banques centrales changent de cap?

DILLON CULHANE, RICHARD FISHER, JEAN-SÉBASTIEN NADEAU, LAZAR NAIKER, WAI TONG, WYETH WRIGHT



38 | Pourquoi l'ajout de capital privé à votre portefeuille devient-il une priorité?

ASH LAWRENCE

Le retour à la normale

Malgré le fait que la volatilité devrait se poursuivre au début de l'an prochain, la Fed et d'autres banques centrales sont sur le point de mettre fin à leurs cycles de resserrement respectifs en 2023, ouvrant ainsi la voie à une reprise des marchés avec plus de conviction. Mais le retour à des taux d'intérêt plus « normaux » signifie que le prochain marché haussier, quand il arrivera, différera vraisemblablement beaucoup du précédent, qui était alimenté par des politiques monétaires ultra-accommodantes mises en place à la suite de la crise financière mondiale il y a plus d'une décennie.

KEVIN MCCREADIE



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

« Optimisme prudent » – voilà peut-être les deux mots les plus surutilisés quand il s'agit de décrire le sentiment actuel des investisseurs, mais rien n'exprime mieux comment plusieurs d'entre nous nous sentons à l'aube de 2023. Au cours de la dernière année, nous avons été soumis à de rudes épreuves, subissant des marchés baissiers tant du côté des actions que du côté des obligations, alors que les banques centrales augmentaient énergiquement les taux pour lutter contre un taux d'inflation qui s'est avéré tout sauf transitoire – et qui n'a jamais été aussi élevé depuis des décennies.

Et même si la reprise des marchés boursiers à la fin de l'automne semble être le signe de jours meilleurs, elle paraît également trop belle pour être vraie; en effet, il faudra encore du temps avant que le pire des bouleversements soit enfin derrière nous.

Nous commencerons sans aucun doute l'année dans un état d'esprit fragile, mais nous devons peut-être encore attendre quelques semaines avant d'avoir une meilleure idée de l'orientation future des marchés. La clé repose surtout entre les mains de la Réserve fédérale américaine (la « Fed ») et de ses homologues mondiaux quant aux mesures qu'ils appliqueront. Les investisseurs ont besoin d'être rassurés : à savoir, que le cycle de resserrement actuel touche à sa fin. Mais il ne suffit plus de croire que la Fed réduira l'ampleur de ses hausses de taux plus tard en décembre. Cela a déjà été largement pris en compte.

Afin de propulser les marchés nettement à la hausse, il faut une véritable volonté de la part de la Fed de tout simplement cesser de majorer les taux. Et pour ce faire, la Fed a probablement besoin de preuves plus convaincantes qu'une inflation jugulée qui continuera de reculer d'un mois sur l'autre pour atteindre un niveau plus conforme à son objectif, soit 2 % en moyenne au fil du temps.

La Fed ne doit pas forcément atteindre cet objectif à tout prix. Le seuil pour une pause est probablement un

taux d'inflation avoisinant les 4 % ou 5 %. Mais ce n'est toujours pas une tâche facile, et plus il faudra de temps pour atteindre cette fourchette, plus le risque que les marchés soient à nouveau déstabilisés grandira. Après tout, si la Fed continue de relever les taux beaucoup plus longtemps, même à un rythme plus lent, le spectre d'une récession ne fera que s'amplifier.

Alors que le taux de chômage reste relativement bas aux États-Unis et dans de nombreux autres pays, la détérioration des indices des directeurs d'achat et la tendance de révisions à la baisse des bénéfices suggèrent que le présent contexte d'inflation et de taux élevés pèse déjà sur l'économie, et pourrait laisser présager un ralentissement plus important de l'activité économique très prochainement.



Les investisseurs ont besoin d'être rassurés : à savoir, que le cycle de resserrement actuel touche à sa fin.

La politique des banques centrales n'est évidemment pas la seule incertitude à laquelle les investisseurs seront confrontés l'an prochain. Les conséquences potentielles du contexte géopolitique actuel, de plus en plus tendu, doivent également être prises en compte. Il s'agit notamment de la guerre en Ukraine, qui a alimenté la crise énergétique de l'Europe et déstabilisé constamment cette économie, mais aussi des manifestations explosives en Chine qui ont éclaté contre les restrictions sévères imposées par le pays, en raison de la pandémie, et qui secouent davantage le moteur de croissance économique sans doute le plus important au monde.

Compte tenu de ces dynamiques, il est difficile d'envisager une remontée probante des marchés, du moins au cours des premiers mois de 2023. Les investisseurs devraient

donc s'attendre au même niveau de volatilité que celui observé au cours des 12 derniers mois; les fluctuations des cours des actions et des rendements obligataires resteront la norme, jusqu'à ce que la Fed et d'autres banques centrales signalent leur intention de mettre fin au cycle de resserrement actuel – possiblement au printemps ou au début de l'été à venir.

Par la suite, les marchés seront en mesure de se redresser avec plus de conviction – et il est très probable que les principaux indices boursiers du monde entier terminent l'année 2023 à des niveaux supérieurs à ceux enregistrés au début de cette nouvelle année.

Cela dit, le prochain marché haussier des actions n'aura pas la même allure que le précédent. Grâce à la normalisation des taux en 2022, l'ère de l'« argent facile » définie par des taux d'intérêt proches de zéro a été remplacée par un contexte macroéconomique plus typique de ce à quoi les investisseurs ont connu par le passé.

Ce « retour à la normale » influera non seulement sur les marchés boursiers et les occasions que ceux-ci offrent, mais aussi sur l'évolution des marchés obligataires et la façon dont les investisseurs les perçoivent. En effet, pour la première fois en plus de dix ans, nous pouvons trouver un rendement adéquat sans devoir prendre des risques excessifs pour l'obtenir.

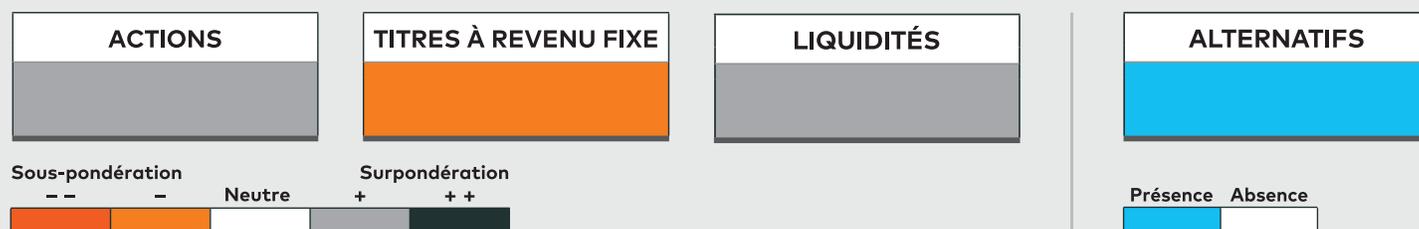
Dans l'ensemble, nous pensons donc que 2023 sera une autre année de transition, mais qu'elle devrait bien se terminer pour les investisseurs qui conservent une approche équilibrée. Compte tenu de la conjoncture, un penchant pour les actions dans un portefeuille 60/40 reste présentement la pondération la plus prudente. Plus précisément, nous surpondérons les marchés développés, et nous voyons davantage d'occasions aux États-Unis et au Japon qu'en Europe, au Canada ou dans les pays émergents au cours des prochaines semaines, voire plus longtemps.

Il ne s'agit aucunement de diminuer le rôle que les titres à revenu fixe doivent jouer au sein d'un portefeuille. Les obligations sont certainement plus attrayantes qu'il y a un an, surtout grâce à leurs rendements supérieurs, mais aussi vu la protection contre le risque de perte en cas de baisse qu'elles peuvent procurer si l'économie se détériore davantage et entre en récession. En outre, les autres sources de rendement, y compris les couvertures d'actions, peuvent aider les investisseurs à faire face à une partie de la volatilité prévue l'an prochain, et ce faisant, contribuer à l'atténuation des pertes.

Malgré le fait qu'un « optimisme prudent » ne soit pas forcément un gage de réussite, nous devrions avoir une bien meilleure opinion des marchés à pareille date l'an prochain. ■

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 2022. 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



Alternatifs

TONY GENUA, TRISTAN SONES, TOM NAKAMURA, STEPHEN BONNYMAN, BILL DeROCHE



Actions

Les années 1920 et 2020 : Le parallèle est-il possible?

Les placements en actions après une baisse de 20 % ont eu historiquement tendance à produire de bons résultats pour les investisseurs.

Tony Genua

Il y a trois ans, nous avons contribué à *Perspectives AGF* en discutant des dix prochaines années; et, dans ce document, nous avons examiné les nombreuses innovations qui pourraient avoir une incidence sur l'économie mondiale. Nous ne savions pas qu'il y aurait bientôt une pandémie mondiale qui non seulement accélérerait bon nombre de ces tendances, mais qui ouvrirait aussi la porte à d'autres forces du marché, comme l'inflation et la démondialisation.

Bien sûr, les premières années des années 2020 ont été marquées par des événements tumultueux, mais plusieurs ont un aspect en commun : ils signalent un retour à des conditions antérieures. En effet, les années 2020 nous font penser à un boomerang, puisqu'elles marquent le retour à certaines conditions que nous pensions faire partie d'un lointain passé, mais qui influent maintenant sur le contexte des placements.

Si nous cherchons des précédents, nous pourrions nous tourner vers les années 1920, une époque qui a aussi connu une transition importante, bien qu'elle ne se soit pas très bien terminée. Cette décennie a été surnommée les « années folles », car elle a connu une période de changements et de croissance spectaculaires. Le marché boursier a bondi et la société occidentale a connu une prospérité et un progrès culturel inégalés, notamment :

- **Une croissance moyenne du PIB réel de 4,2 %;**
- **Une augmentation de 600 % de la moyenne du Dow Jones entre 1921 et 1929;**
- **Une réduction importante des impôts, le taux d'imposition le plus élevé aux États-Unis passant de 73 % à 24 %;**
- **Une popularisation des voitures, des électroménagers et de l'accession à la propriété;**
- **Le début de l'aviation commerciale;**
- **Une explosion du crédit avec la dette sur marge et les prêts à la consommation.**

Il y a aussi eu d'autres percées. Après un début de décennie difficile, la productivité et les revenus des terres agricoles ont fortement augmenté. Les communications ont progressé avec le passage du télégraphe au téléphone. Les femmes ont finalement obtenu le droit de vote. La découverte de la pénicilline a amélioré l'espérance de vie. Les pains prétranchés sont apparus sur le marché, la télévision a été inventée et la radio s'est considérablement perfectionnée avec l'arrivée de la première station commerciale, ce qui a contribué à l'avènement de l'époque du jazz. Et avant l'aube des mêmes, le « pole sitting » a été inventé. Dans l'ensemble, les années 1920 ont été une décennie endiablée – jusqu'à ce que, bien entendu, ses excès entraînent le krach boursier de 1929.

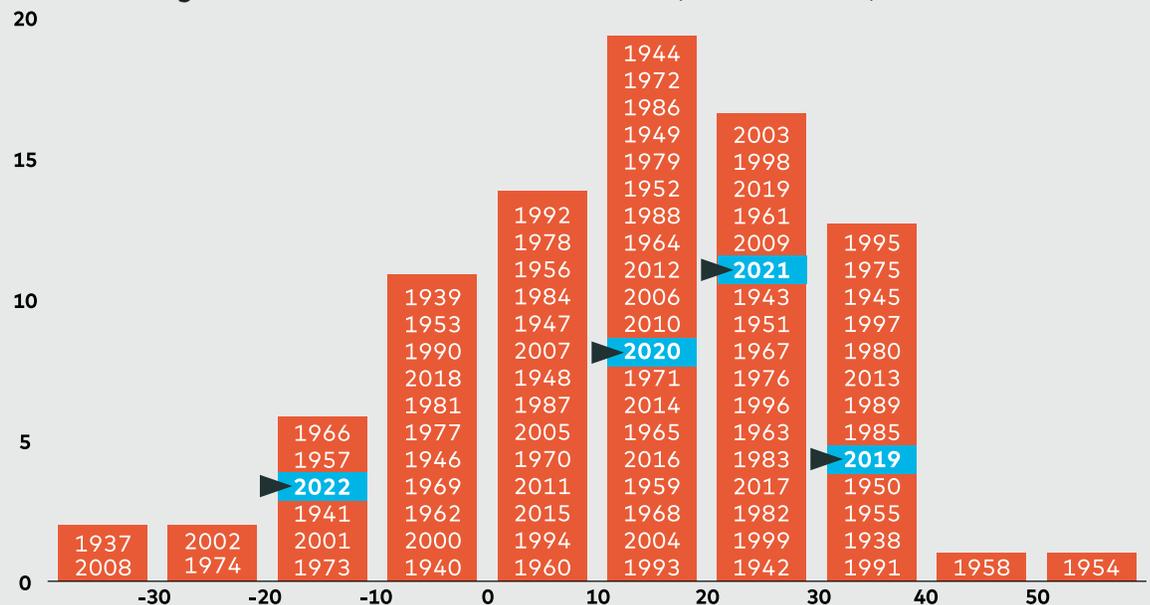


Actions

Cent ans plus tard, nous observons des tendances qui laissent entrevoir notre « retour vers le futur ». L'inflation a réapparu, en atteignant son plus haut niveau en 40 ans, et les taux d'intérêt ont rapidement augmenté en conséquence. La dette en pourcentage du PIB a grimpé et les prix de l'énergie ont rebondi. Sur le plan géopolitique, compte tenu des conflits à l'étranger et de l'intensification des tensions, la planète est de plus en plus en mode de démondialisation, inversant les tendances des dernières décennies. Tout cela a entraîné un rebond de la volatilité boursière, qui a atteint son nombre le plus élevé de jours de négociation +/- 1 % depuis la crise financière mondiale.

Cette période, comme celle des années 1920, est-elle vouée à se terminer en catastrophe? Nous ne le croyons pas. Certaines tendances importantes nous font progresser. L'innovation continue de créer de nouvelles occasions de placement. La durabilité, la médecine de précision, les véhicules autonomes, la robotique et l'intelligence artificielle, entre autres innovations, représentent un environnement propice aux investissements futurs. Et malgré le tourbillon d'événements mondiaux de ces trois dernières années, les rendements globaux depuis le début des années 2020 ont été remarquablement normaux. Le rendement annualisé de l'indice de rendement global S&P 500, du 1^{er} janvier 2020 au 25 novembre 2022, a été de 9,7 %, selon les données de Bloomberg, soit près du rendement global à long terme de 9,5 % des actions américaines au cours des 120 dernières années. De plus, au fil du temps, les actions américaines ont eu tendance à ne pas connaître deux années négatives d'affilée. Il existe des exceptions liées à des bulles, comme le « Nifty Fifty » et la « bulle technologique » du début des années 2000, mais le résultat le plus courant a été des rendements se situant dans la fourchette de 10 % à 20 % au cours de l'année qui a suivi celle des rendements négatifs.

Rendements globaux de l'indice américain S&P 500 (de 1937 à 2022)



Source : Placements AGF Inc., au 28 novembre 2022.

Compte tenu du pessimisme généralisé des investisseurs aujourd'hui, il s'agit d'une mise en contexte utile. Les placements en actions après une baisse de 20 % ont eu historiquement tendance à produire de bons résultats pour les investisseurs. Cette fois-ci, nous croyons que la situation ne sera pas différente, car elle ne ressemble pas à celle de 1929. Et les investisseurs auront tout intérêt à conserver leurs placements et à se concentrer sur le long terme. ■



Titres à
revenu fixe

Le marché obligataire baissier est-il chose du passé?

Le ralentissement de la croissance économique devrait atténuer l'inflation, ce qui favorisera les titres à revenu fixe en 2023.

Tristan Sones

À l'approche de la fin de 2022, de nombreux investisseurs se demandent quand la guerre en Ukraine, l'inflation élevée et les hausses de taux d'intérêt cesseront. Malheureusement, la réponse est « pas encore », mais nous espérons que la fin approche.

Alors que les banques centrales des marchés développés, comme la Réserve fédérale américaine (la « Fed »), continuent de resserrer leur politique monétaire, à un rythme toutefois plus lent, le début de 2023 ressemblera à la fin de 2022. Les marchés se sont vite enthousiasmés à l'idée de la fin des resserrements (qui se poursuivent) de la Fed, allant même jusqu'à prendre en compte certaines mesures d'assouplissement pour la fin de 2023. Ils se sont toutefois peu intéressés à l'incidence de tous ces resserrements, soit un ralentissement marqué de la croissance économique et une récession probable. Ce n'est certes pas une bonne chose, mais cela devrait permettre d'atténuer l'inflation élevée et de favoriser les titres à revenu fixe en 2023. La réouverture complète de la Chine pourrait contrer en partie ce ralentissement de la croissance, mais les perspectives ne semblent pas prometteuses, compte tenu de la situation pandémique actuelle et du maintien de la politique zéro COVID du gouvernement chinois.

Néanmoins, certains segments du marché semblent accorder trop d'importance à un scénario de transition en douceur, probablement trop optimiste compte tenu du rythme, de l'ampleur et de la gravité du resserrement à l'échelle mondiale jusqu'à présent. À l'approche de 2023, la récente vague de soulagement sera remplacée par la réalité d'une économie au ralenti, et le contexte inflationniste actuel placera initialement la barre très haute pour les mesures d'assouplissement des banques centrales. Si la Fed finissait par assouplir sa politique monétaire, ce serait en réaction à une très faible croissance, et actuellement, nous n'assistons pas à cette réalité dans de nombreux secteurs du marché.

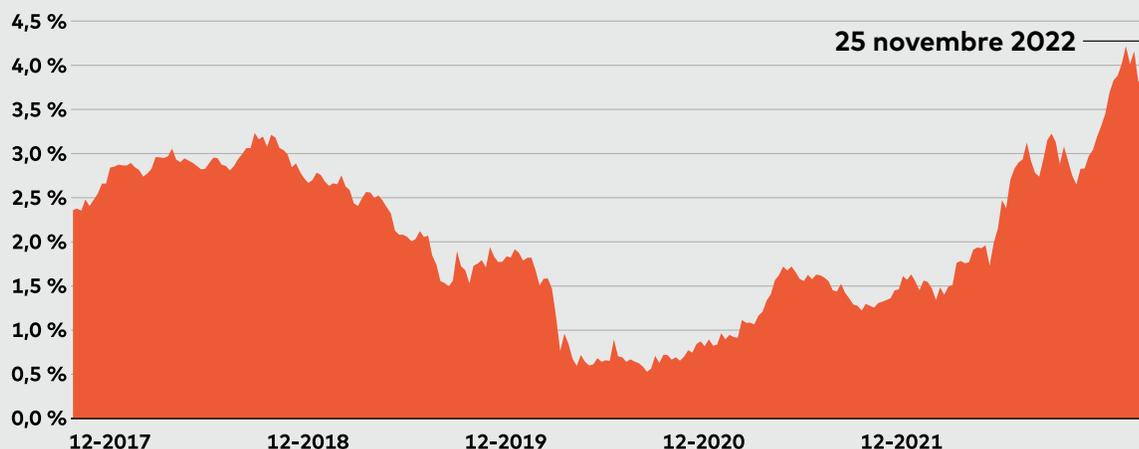
Compte tenu de ces conditions, nous sommes à l'aise avec l'ajout tactique d'une duration de grande qualité, mais nous demeurons quelque peu prudents à l'égard des titres de créance à rendement élevé et des marchés émergents. Les écarts de taux sont serrés en raison des perspectives de croissance, mais ils pourraient mieux se comporter cette fois-ci par rapport aux replis précédents. De plus, les taux de rendement globaux sont historiquement très élevés, grâce à la hausse des taux des obligations du Trésor américain. Par conséquent, il faudrait mettre davantage l'accent sur le portage intéressant en 2023, ce qui peut accroître les possibilités de rendement global. Enfin, sur le plan des prix, les valorisations sont également plus intéressantes, offrant un meilleur rapport risque-rendement que lors des dernières années. Il y a des occasions à saisir, et même si elles doivent être examinées en fonction d'un scénario de croissance mondiale



Titres à revenu fixe

beaucoup plus lente, nous ne pouvons ignorer le fait que la composante de 40 % d'un portefeuille équilibré de type 60/40 offre à nouveau un potentiel de rendement supérieur, surtout si l'on tient compte de l'augmentation des taux des obligations du Trésor américain.

Taux des obligations du Trésor américain à 10 ans



Source : Bloomberg, au 25 novembre 2022.

Dans les perspectives de l'an dernier, nous avons souligné les risques liés à la situation budgétaire de nombreux pays dans la foulée de la pandémie, c'est-à-dire des niveaux d'endettement plus élevés, conjugués à l'éventualité qu'un ralentissement de la croissance économique vienne nuire au service de la dette. En 2022, ces risques ont commencé à se matérialiser pleinement, et ce ne sont pas seulement les marchés émergents qui ont dû composer avec cette dure réalité. Les tensions au Royaume-Uni ont démontré que les pays développés peuvent aussi subir les répercussions de ces risques, et les marchés ne toléreront plus de dérapage budgétaire important. Les gouvernements penchant vers la gauche, comme celui du Brésil, se rapprochent de ces risques en ce moment et se rendent compte à quel point il est difficile de faire progresser leurs programmes de dépenses. Malheureusement, la capacité de dépenser à l'avenir sera grandement entravée à un moment où elle est vraiment nécessaire. Une telle situation représente le prix élevé qu'il faut payer pour la mauvaise gestion budgétaire des dernières années, et signifie qu'un ralentissement de la croissance mondiale se produira à un moment où certains pays ne disposeront pas de moyens suffisants pour relancer leur économie au niveau voulu.

En revanche, nous avons également souligné précédemment qu'il existait une occasion formidable d'attirer des capitaux pour les pays qui sont prêts à adopter des réformes et à s'attaquer sérieusement à leurs écarts budgétaires. En 2023, ces risques et ces occasions seront de nouveau très présents dans l'esprit des investisseurs obligataires, et les prêteurs multilatéraux continueront d'être appelés à contribuer à ramener la dette à un niveau plus soutenable. Malheureusement, comme les taux obligataires sont beaucoup plus élevés et que les perspectives de croissance sont beaucoup plus faibles, il est devenu plus difficile d'atteindre cet objectif. ■



Devises

Opérations de change : Faire ce qu'il faut

Il est davantage probable que les marchés des changes soient largement confinés dans une fourchette et continuent d'être caractérisés par une forte volatilité.

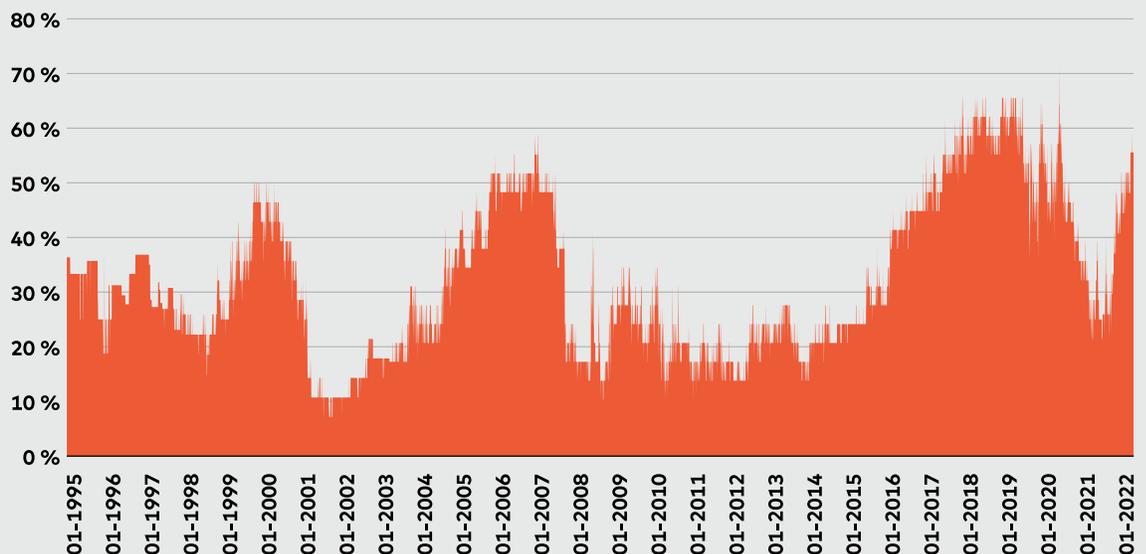
Tom Nakamura

Chaque bouchée. Pas un seul grain de riz ne devait rester dans mon bol. Quand j'étais enfant, il fallait vider son bol pour avoir droit au dessert, et l'espoir d'une gâterie m'encourageait à finir ma portion.

Comme moi, les marchés attendent avec impatience le dessert. Si les hausses de taux destinées à maîtriser l'inflation sont le plat principal que nous avons été forcés d'avalier en 2022, la perspective d'une récompense semble juste. Mais est-elle au menu? La réponse à cette question sera la clé des marchés des changes en 2023, surtout en ce qui concerne le dollar américain.

Nous prévoyons une année plus modérée pour les opérations de change par rapport à l'année dernière. La barre est très haute pour égaler les importantes fluctuations de change de 2022, et encore plus pour les dépasser. Selon nous, il est probable que les marchés des changes soient largement confinés dans une fourchette et continuent d'être caractérisés par une forte volatilité. L'incertitude économique est toujours un thème important pour les marchés. L'intérêt sera toujours porté sur les politiques des banques centrales, ainsi que sur leur disposition à continuer de resserrer la politique monétaire pour combattre l'inflation. Une hausse plus lente des taux directeurs devrait culminer sur une pause. Ce scénario consensuel atténuera la remontée du dollar américain, mais il nous faudrait en voir plus pour nous convaincre qu'un marché baissier s'ensuivra.

Pourcentage de devises dont le taux de rendement est inférieur à celui du dollar américain



Source : JP Morgan.



Devises

Les marchés des changes sont en grande partie tributaires de l'activité économique, et l'économie fait l'objet de rajustements. Le résultat de la transition dictera les grands thèmes qui domineront les marchés des changes. Voici quelques possibilités :

Les économies évitent la récession; l'inflation recule, mais reste à la limite ou au-dessus des limites supérieures de la tolérance des banques centrales

Dans ce scénario, les banques centrales n'auraient pas envie d'assouplir leurs politiques et pourraient même signaler que la prochaine intervention serait une hausse ou une réduction. Le dollar américain profiterait de son statut de monnaie refuge, de son rendement relativement élevé et d'une conjoncture économique qui devrait faire en sorte que d'autres économies auraient du mal à attirer des capitaux.

La récession s'accompagne d'une forte baisse de l'inflation

Les banques centrales adopteraient rapidement une position plus accommodante quant à leur politique monétaire. Les conditions financières s'assoupliraient et les perspectives de reprise commenceraient à se concrétiser. Après une dernière remontée du dollar américain, les effets reflationnistes de l'assouplissement des politiques des banques centrales raviveraient l'appétit pour le risque – ce qui se traduirait par des rentrées de capitaux dans les économies profitant d'un rebond de la croissance. Sur les marchés développés, les dollars australien, néo-zélandais et canadien mèneraient le bal dans ce scénario, tandis que les monnaies du Brésil, de la Corée du Sud et de l'Afrique du Sud tireraient leur épingle du jeu parmi leurs homologues des marchés émergents. Les monnaies des marchés émergents surpasseraient celles des marchés développés.

La récession s'accompagne d'une inflation obstinément élevée

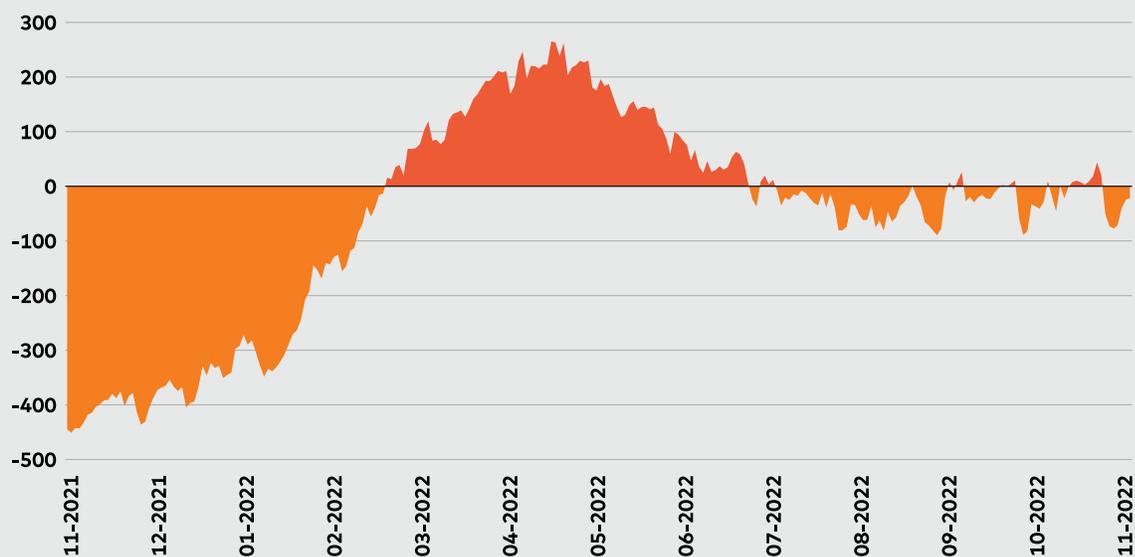
Ce scénario entraînerait une dispersion des politiques des banques centrales, car des choix seraient faits entre la lutte contre l'inflation et le soutien des économies en difficulté. Les économies aptes à équilibrer les deux, en offrant une trajectoire crédible vers les occasions de croissance futures, attireraient les flux. L'accent serait mis sur une combinaison de politiques monétaires qui pourraient être ajustées et de politiques budgétaires souples. Bien des choses dépendraient des mesures prises entre le moment présent et celui où la présence d'un tel scénario deviendrait évidente. Les pays qui tarderaient à normaliser leurs politiques seraient probablement pénalisés, tout comme ceux déjà à la limite d'une politique budgétaire crédible. La croissance relative ayant été un facteur important à long terme pour le dollar américain, les choix politiques qui seraient faits donneraient le ton au cycle économique suivant.



Devises

La croissance américaine n'accuse pas un retard important

Indice des données économiques Citigroup : États-Unis c. les nations du G9 (écart)



Source : Citigroup, au 24 novembre 2022.

Bien qu'il y ait d'autres scénarios économiques possibles au menu pour 2023, nous pensons que ce sont les plus probables et les plus importants à surveiller. À mesure que nous progresserons dans l'année et que nous recueillerons des indices de ce qui nous attend, nous resterons conscients de l'incidence des mesures de resserrement antérieures et du fait que la voie la plus agréable ne sera pas nécessairement celle qu'il faudra suivre. ■



Actifs
réels

Les actifs réels pourraient encore produire des rendements supérieurs, mais soyez prudent

La stabilisation des taux d'intérêt et le plafonnement de l'inflation pourraient favoriser la plupart des actifs réels.

Stephen Bonnyman

Même si les actifs réels ont fait mieux que l'ensemble des actions en 2022, les perspectives du groupe continuent de sembler favorables, à l'approche de 2023.

Certes, le marché éprouve encore des difficultés à établir des perspectives claires pour l'année prochaine. Toutefois, un consensus selon lequel un sommet de l'inflation est imminent semble se dégager, ce qui laisse entrevoir des hausses de taux limitées (et peut-être même des réductions de taux plus tard dans l'année) et un rééquilibrage de l'économie mondiale. Une stabilisation des taux, une inflation continue (même après un ralentissement), un sommet de la vigueur du dollar américain et les premiers signes d'une réouverture de la Chine pourraient avoir un effet positif sur la plupart des actifs réels.

Indépendamment des données fondamentales propres à chaque secteur et produit de base, bon nombre des segments d'actifs réels profitent d'un sous-investissement dans de nouvelles capacités au cours du dernier cycle, qui se traduit par de faibles stocks et une offre limitée et inélastique par rapport à la demande.

Même si la surperformance exceptionnelle de l'énergie sera difficile à reproduire en 2023, le secteur demeure bien placé pour enregistrer des rendements positifs l'an prochain. L'offre demeure essentiellement restreinte, le risque étant orienté vers des pénuries plutôt que vers des surplus, et la demande n'est pas tout à fait susceptible de s'accroître par rapport au PIB mondial (par exemple, en cas de récession modeste). Ce cycle du secteur de l'énergie nous semble être de longue durée plutôt que purement conjoncturel, notamment en raison de la discipline et des contraintes d'approvisionnement de l'OPEP+, ainsi que de la gestion rigoureuse du capital par les producteurs américains. Du côté des actions, nous prévoyons une hausse des ratios pour le groupe, le marché acceptant de plus en plus l'idée d'une durabilité des flux de trésorerie actuellement très élevés du secteur.

À l'instar du secteur de l'énergie, les matériaux affectés aux produits de base devraient profiter d'un repli du dollar américain et des redémarrages en Chine, mais tout surcroît de rendement surviendra probablement au second semestre de l'année prochaine. L'engagement ferme de la Chine à l'égard de sa politique « zéro COVID » fait en sorte que le moment de la réouverture est incertain, et continue de miner la demande mondiale. Malgré tout, bien que la menace d'une récession mondiale pèse lourdement sur le secteur des matériels, la Chine pourrait fortement contribuer à une surperformance des produits de base, quand son économie finira par rouvrir complètement.



Actifs réels

Nous demeurons prudents à l'égard des matériaux transformés (produits chimiques, emballages), du moins jusqu'à ce que l'inflation commence à diminuer et que les taux d'intérêt se stabilisent ou s'inversent; lorsque cela se produira, ils devraient surpasser le marché parallèlement à l'accroissement des marges. Pour l'instant, nous sommes plus optimistes à l'égard des matériaux extractifs (mines, engrais).

Même si les métaux précieux se sont mieux comportés que nous l'avions prévu, nous sommes prudents à court terme à l'égard de l'or. La combinaison du ralentissement de l'inflation et de la hausse des taux d'intérêt entraînera une forte inflexion du coût du portage, ce qui risque de se traduire par une réduction des stocks et par des pressions sur les prix. La récente surperformance de l'or est largement liée à une baisse soudaine du dollar américain et à un effondrement des marchés des cryptomonnaies.



Même si la surperformance exceptionnelle de l'énergie sera difficile à reproduire en 2023, le secteur demeure bien placé pour enregistrer des rendements positifs l'an prochain.

Par ailleurs, bien que l'incertitude élevée persistante sur les marchés ait contribué au rendement supérieur des services aux collectivités, nous demeurons prudents à moyen terme. Une hausse du risque de récession pourrait avantager le groupe, mais historiquement, des taux d'intérêt accrus ont fait obstacle à un rendement supérieur. Nous croyons qu'il en ira de même au premier semestre de 2023.

Enfin, l'immobilier, qui a enregistré un rendement inférieur à celui de l'ensemble des marchés vers la fin de l'année, en raison de l'accélération rapide des taux réels, devrait continuer d'éprouver des difficultés jusqu'à ce que les taux d'intérêt se stabilisent. Bien qu'elles soient limitées, les opérations immobilières sur le marché privé donnent à penser que les actifs sur le marché public demeurent sous-évalués; lorsque les taux d'intérêt et les difficultés économiques s'estomperont, cet écart de valeur devrait se rétrécir.

Si l'incertitude demeure un élément prépondérant dans les perspectives des différents secteurs, les actifs réels devraient collectivement continuer d'offrir une solide protection contre la hausse de l'inflation et le ralentissement de la croissance économique, tout en posant les bases d'un solide potentiel de rendement dans une reprise économique. ■



Alternatifs

Pourquoi il est encore judicieux de prévoir une couverture en 2023

Une couverture d'actions peut offrir une protection contre les chocs en réduisant la volatilité d'un portefeuille, ce qui avec le temps, peut accroître la richesse.

Bill DeRoche

Comme on pouvait s'y attendre, les stratégies d'actions anti-bêta ont été très avantageuses pour les investisseurs qui les ont appliquées en 2022. Après tout, obtenir de bons résultats lorsque le marché boursier dans son ensemble fait piètre figure est exactement ce que l'on attend d'elles, et 2022 a été une très mauvaise année pour les actions. Les investisseurs espèrent maintenant que 2023 verra les banques centrales marquer une pause en ce qui concerne les hausses de taux d'intérêt mordantes ainsi qu'une remontée du marché boursier, et bon nombre pensent peut-être que la couverture d'actions ne sera plus une stratégie gagnante. Ils ont peut-être tort.

En fait, il y a plusieurs raisons de croire que les stratégies de couverture anti-bêta – qui, de façon générale, cherchent à vendre à court terme des actions à bêta élevé et à investir dans des positions longues en actions à faible bêta – resteront des outils importants pour contrer la volatilité et le risque des marchés en 2023.

Explication du bêta

Bêta	Actions c. Marchés
>1	Co-mouvement amplifié avec le marché
1	Mouvement en parfaite relation avec le marché
<1, >0	Un certain co-mouvement avec le marché
0	Aucune relation
<0, >-1	Un certain mouvement contraire au marché
-1	Mouvement parfaitement contraire au marché
<-1	Mouvement contraire amplifié avec le marché

Source : Placements AGF Inc.

Tout d'abord, de nombreuses incertitudes doivent encore être levées avant que le niveau de risque du marché boursier puisse commencer à baisser. La plus importante concerne le niveau ultime des taux d'intérêt; les dirigeants de la Réserve fédérale américaine (la « Fed ») ont clairement indiqué qu'ils prévoient un plafonnement des taux dans une fourchette de 4,75 % à 5 %, mais ces prévisions ont été révisées à la hausse à plusieurs reprises ces derniers mois. De plus, compte tenu de la solidité des bilans des consommateurs et du faible taux de chômage, la réduction de la



Alternatifs

demande que la *Fed* veut créer pourrait prendre plus de temps que ce que les marchés prévoient – et il est fort possible qu'il n'y ait *aucune* réduction des taux en 2023.

Ce qui est peut-être plus important encore, c'est l'incertitude quant à la gravité et à la durée d'une récession, qui semble très probable. Comparativement aux récents replis qui ont suivi le choc généré par la COVID-19 en 2020 et la crise des prêts hypothécaires à risque en 2008, la prochaine récession pourrait être plus longue, mais peut-être moins spectaculaire. Certes, les marchés boursiers ont tendance à « voir au travers » d'une récession jusqu'à une reprise, de sorte qu'ils pourraient atteindre leur creux bien avant la fin du prochain repli. D'ici là, toutefois, nous nous attendons à ce que la volatilité reste élevée, alors que selon nos calculs fondés sur les données de Bloomberg, celle-ci est environ 50 % supérieure cette année par rapport à ce qu'elle était avant la pandémie.

Il existe deux conditions dans lesquelles une couverture anti-bêta d'actions peut s'avérer très utile : lorsque les actions font l'objet de ventes massives et lorsque les taux d'intérêt augmentent, surtout parce que la portion en positions courtes et à bêta élevé du portefeuille a tendance à avoir une durée de beaucoup supérieure à celle du portefeuille en positions longues et à faible bêta. Ces deux conditions pourraient s'appliquer au moins jusqu'au début de 2023. Si c'est le cas, elles pourraient continuer de mettre en évidence les vulnérabilités des obligations traditionnelles – qui ont été malmenées en 2022, tout comme les actions, en défiant leur rôle habituel de couverture d'actions – et des actifs non traditionnels, comme l'or ou l'immobilier, dont la corrélation négative avec le marché boursier peut fluctuer considérablement.

Lorsqu'ils envisagent une couverture, les investisseurs doivent se demander dans quelle mesure ils sont prêts à prendre des risques. La volatilité crée un risque important relativement à la séquence, c'est-à-dire le risque que les chocs du marché entraînent d'importants replis à des moments précis. Même si les actions en positions longues sont d'excellents facteurs de richesse, de tels replis peuvent décimer un portefeuille. Une couverture d'actions peut offrir une protection contre les chocs en réduisant la volatilité d'un portefeuille, ce qui avec le temps, peut accroître la richesse.

Bref, même si nous nous attendons à un « revirement » de la *Fed* et à un rebond du marché, la couverture d'actions comme complément aux répartitions de base des actions et des titres à revenu fixe devrait continuer d'être un outil important dans le cadre de l'assemblage de portefeuilles pour les investisseurs, en 2023. ■

Veuillez consulter la section intitulée « Denis de responsabilité ».

Collaborateurs – Catégories d'actifs : Vue d'ensemble



Tony Genua
Vice-président principal et
gestionnaire de portefeuille
Placements AGF Inc.



Tristan Sones, CFA®
Vice-président et gestionnaire de
portefeuille, cochef de l'équipe des
titres à revenu fixe
Placements AGF Inc.



Tom Nakamura, CFA®
Vice-président et gestionnaire de
portefeuille, Stratégie des devises,
cochef de l'équipe des titres à revenu fixe
Placements AGF Inc.



Stephen Bonnyman, MBA, CFA®
Directeur, Recherche sur les actions,
et gestionnaire de portefeuille
Placements AGF Inc.



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



Quatre zones à risques géopolitiques susceptibles d'influencer les marchés en 2023

La guerre que la Russie mène contre l'Ukraine reste le principal risque pour les investisseurs, mais il ne faut pas perdre de vue d'autres menaces potentielles.

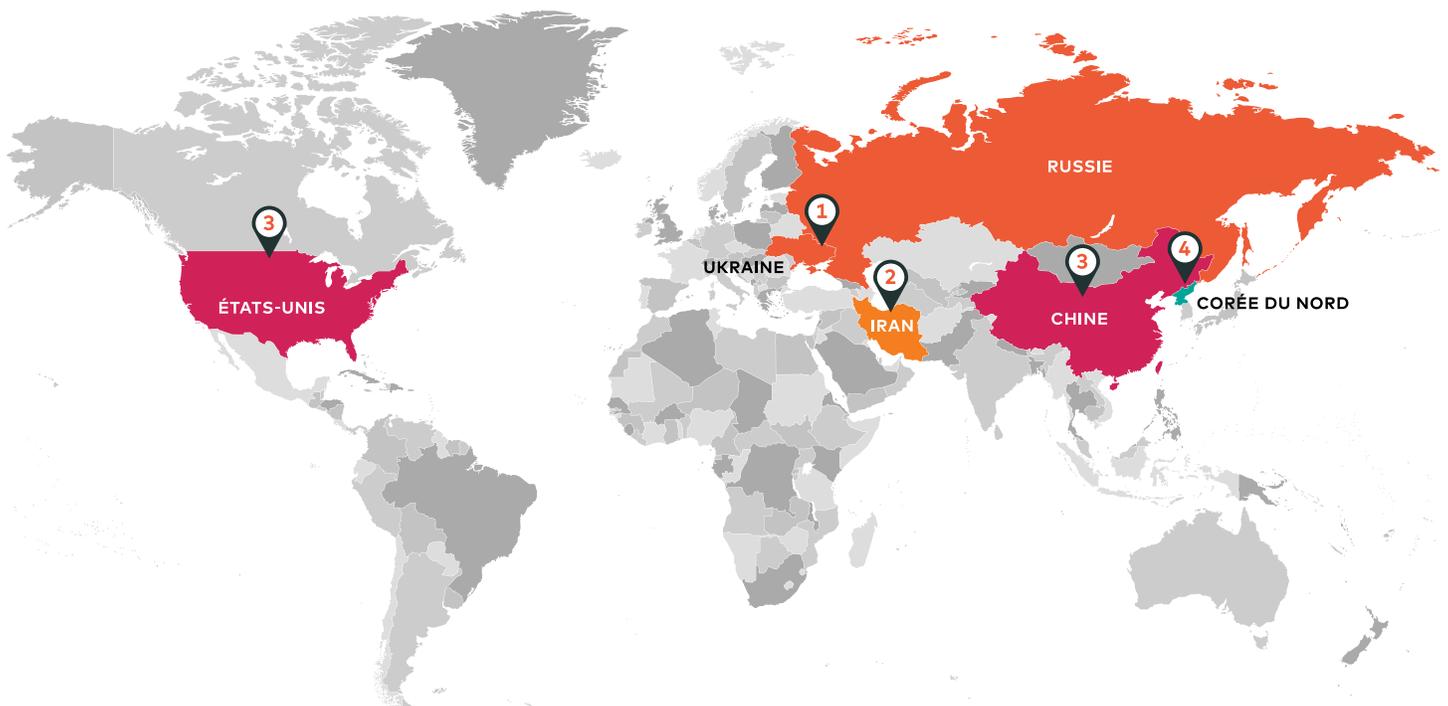
GREG VALLIERE



Greg Valliere

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

Certains enjeux déterminants pour les marchés des capitaux pourraient trouver une réponse l'an prochain : la Réserve fédérale devrait cesser de majorer ses taux d'ici à la fin de l'hiver; le climat politique devrait être relativement calme avant les élections aux États-Unis en 2024; et l'impasse au Congrès américain est susceptible de persister, sans l'adoption de législation substantielle. Il reste donc un énorme impondérable : la géopolitique, que les marchés devront surveiller de près l'an prochain.



Guerre en Ukraine

La plus grande incertitude, évidemment, est la guerre sanglante en Ukraine, qui pourrait paralyser l'économie de l'Europe occidentale cet hiver, tout en exacerbant les pressions inflationnistes sur les céréales, le gaz naturel, les métaux et d'autres produits de base dont l'offre est limitée.

Il existe plusieurs scénarios plausibles relativement à cette guerre : la Russie pourrait doubler la mise – en utilisant des armes plus meurtrières tout en détruisant le réseau électrique de l'Ukraine; les États-Unis et d'autres pays

d'Europe occidentale pourraient se lasser de leurs énormes contributions à Kyiv; ou Vladimir Poutine pourrait être évincé. Selon nous, le nombre impressionnant de victimes dans les deux camps finira par instaurer une trêve et par inciter à de longues négociations, qui pourraient durer jusqu'à l'été. Le statut de la Crimée s'avérera un élément clé dans le cadre de ces pourparlers de paix.

Depuis février 2022, nous estimons que la Russie n'est pas en mesure de gagner cette guerre; ce qui semble encore être le cas aujourd'hui. Les troupes russes ne sont tout simplement pas prêtes à mourir pour Vladimir Poutine, tandis que les soldats ukrainiens sont prêts à mourir pour leur pays. L'humiliation de M. Poutine, alors que de jeunes Russes fuient leur pays, finira par conduire à un accord – mais, malheureusement, il ne semble pas imminent.



2

Manifestations en Iran

Pendant ce temps, d'autres défis géopolitiques persisteront. La guerre en Ukraine a éclipsé le massacre, la torture et l'emprisonnement de jeunes manifestants iraniens – en effet, le gouvernement de ce pays utilise des munitions réelles en toute impunité. Outre les troubles intérieurs, l'Iran est confronté à une guerre *de facto* contre Israël, les deux pays s'attaquant l'un et l'autre au moyen de drones; sans compter que plusieurs scientifiques iraniens spécialisés dans le nucléaire ont été tués, alors que Téhéran se rapproche de la fabrication d'une bombe nucléaire brute.

Le mécanisme d'acheminement d'une bombe iranienne n'a pas encore été mis au point, mais l'enrichissement de l'Iran en uranium inquiète le golfe Persique. De plus, le fait que Téhéran ait livré des missiles à la Russie a presque certainement mis fin aux perspectives d'un traité nucléaire entre les États-Unis et l'Iran.



3

Relations commerciales entre les États-Unis et la Chine

Des événements imprévus se sont récemment déroulés : il s'agit de manifestations de colère dans de nombreuses villes chinoises dans la foulée des restrictions sévères imposées par Beijing relativement à la pandémie. Selon nous, ces gestes ne constituent pas une menace sérieuse à l'autorité de Xi Jinping – il est prêt à sévir – mais il devra aussi modérer son approche vis-à-vis des confinements et voir à améliorer l'économie instable de la Chine, qui préoccupe beaucoup les marchés mondiaux des capitaux.

Entre-temps, les relations entre les États-Unis et la Chine ne devraient pas beaucoup s'améliorer l'an prochain, car la faible majorité républicaine à la Chambre des représentants cherche à sévir contre les pratiques

commerciales et l'espionnage adoptés par Pékin. De plus, Kevin McCarthy, chef des Républicains, a laissé entendre qu'il comptait aller à Taïwan l'an prochain, ce que la Chine considérerait comme une provocation, tout comme – ou même pire que – la visite de Nancy Pelosi en avril dernier.

Nous pensons qu'il est peu probable que Xi Jinping prenne des mesures contre Taïwan dans un avenir proche, mais un dégel important – ou une libéralisation des échanges – entre Washington et Pékin semble peu vraisemblable l'an prochain. Et les relations difficiles pourraient persister entre Ottawa et Pékin.



4

Corée du Nord

Les sautes d'humeur périodiques du leader nord-coréen Kim Jong-un feront en sorte que le Japon restera sur le qui-vive dans un avenir prévisible – ce qui compliquera la donne. Il est peu probable que même le président chinois, Xi Jinping, puisse freiner l'imprévisible Kim Jong-un.

Compte tenu de ces menaces géopolitiques, il est pratiquement certain que les dépenses en matière de défense continueront d'augmenter de façon phénoménale à Washington. Elles pourraient atteindre 800 G\$US pendant le nouvel exercice financier, les deux partis politiques s'accordant sur des dépenses encore plus importantes au cours des deux ou trois prochaines années – et dont une grande partie sera consacrée à la construction de navires pour contrer les menaces dans la mer de Chine méridionale ainsi que dans le golfe Persique.

Les États-Unis sont de moins en moins séduits par l'idée d'engager d'autres dépenses considérables. Le nouveau Congrès resserrera la politique budgétaire l'an prochain (après une frénésie de dépenses, avant que les législateurs ne quittent la ville à la mi-décembre 2022). En 2023, l'accent portera de nouveau sur la géopolitique, qui sera une source d'incertitude pour les marchés – et ces derniers détestent bien sûr l'incertitude. ■

Veillez consulter la section intitulée « Dénis de responsabilité ».

An aerial photograph of a winding asphalt road carved into a rugged, brown, rocky cliffside. The road has colorful painted edges in shades of blue, red, and yellow. A small white car is visible on the road. The overall scene is dramatic and scenic.

Guide de retour à la normale pour l'investisseur à la recherche de revenu

Les rendements obligataires sont de retour. Qu'est-ce que cela signifie pour les investisseurs et l'assemblage d'un portefeuille? Des membres de l'équipe de gestion des investissements d'AGF en discutent et explorent les occasions offertes par les différentes catégories d'actif.

STEPHEN DUENCH, ANDY KOCHAR, DAVID STONEHOUSE, STEPHEN WAY



Stephen Duench, CFA®

Vice-président et gestionnaire de portefeuille,
Cochef, Clients privés, Highstreet
Placements AGF Inc.



Andy Kochar, CFA®

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



David Stonehouse, MBA, CFA®

Vice-président principal et chef des
investissements nord-américains et spécialisés
Placements AGF Inc.



Stephen Way, CFA®

Vice-président principal et chef des actions
mondiales et des marchés émergents
Placements AGF Inc.

Qu'est-ce qui a changé depuis un an pour les investisseurs en quête de rendements obligataires?

David Stonehouse (D. S.) : L'inflation s'est avérée plus difficile à maîtriser que ce qui avait été prévu par à peu près tout le monde, il y a 12 mois, même ceux et celles d'entre nous qui pensaient qu'une inflation élevée ne serait pas seulement passagère. Pendant la même période l'an dernier, des banques centrales estimaient encore que cette situation serait transitoire; la Réserve fédérale américaine (la « Fed ») n'avait même pas commencé à relever ses taux d'intérêt pour tenter de juguler l'inflation.

Bien sûr, cette position a été vite abandonnée, mais la vigueur des mesures adoptées a déjoué les attentes de la plupart des gens. L'inflation est restée obstinément élevée, provoquant une envolée des taux obligataires, sans commune mesure avec ce que nous avons connu pendant plusieurs décennies. Au cours d'un cycle type, par exemple, les taux obligataires peuvent gagner deux points de pourcentage, mais cette fois-ci, ils ont augmenté de près de quatre points de pourcentage.

Andy Kochar (A. K.) : Le changement de régime qui s'est produit sur les marchés est indéniable. Au cours des dix dernières années, les investisseurs ont dû rechercher ardemment le rendement et accepter une volatilité intense pour atteindre leurs objectifs à long terme. Maintenant, cela n'est plus nécessaire, vu l'importante réévaluation des taux d'intérêt réels cette année. Le revenu est l'élément le plus certain d'un profil de rendement et un revenu suffisant devrait dispenser les investisseurs de prendre des risques excessifs.

D. S. : Cela crée une dynamique que nous n'avons pas observée depuis la crise financière mondiale. Au cours des 15 dernières années environ, les taux obligataires ont en moyenne été inférieurs à 3 % et sont parfois tombés à zéro; maintenant, les taux des obligations souveraines s'établissent entre 4 % et 5 % ou avoisinent ce niveau dans certains pays, et les autres catégories de titres à revenu fixe comme les obligations de sociétés et celles des marchés émergents sont encore plus avantageuses.

A. K. : Même si les banques centrales revoyaient les taux à la baisse, ceux-ci ne retomberaient probablement pas à zéro. Les conditions auxquelles les investisseurs en titres à revenu fixe ont fait face ces dix dernières années (c.-à-d. une extrême faiblesse des taux obligataires) ont été inhabituelles d'un point de vue historique, et la présente tendance haussière devrait être perçue comme un retour à la normale.

D. S. : La situation qui se dessine conséquemment est celle d'un retour à des conditions de revenu plus concurrentielles, qui n'étaient pas présentes il y a un an. En d'autres termes, comme les obligations offrent maintenant des taux d'environ 5 % ou plus, certains investisseurs seront amenés à repenser la répartition en actions dans leurs portefeuilles.

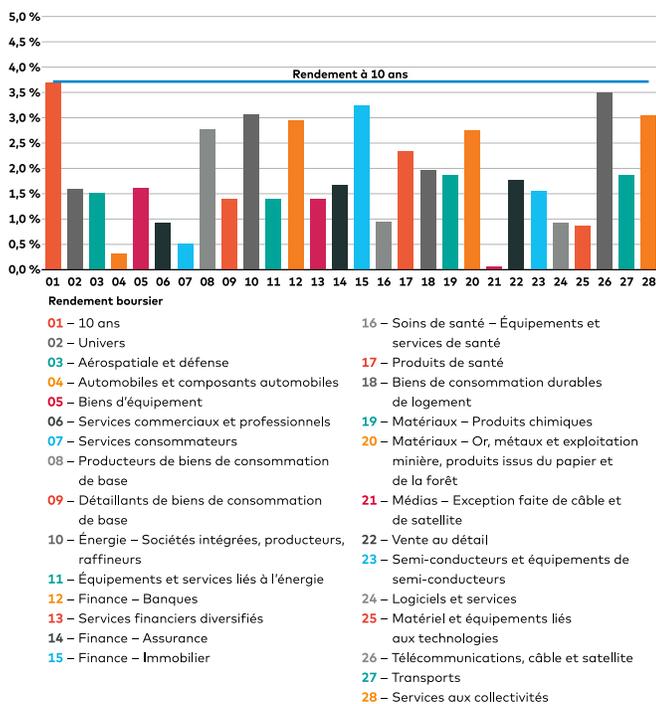
Comment décririez-vous la situation actuelle des actions à dividendes?

Stephen Way (S. W.) : Les taux obligataires sont devenus plus intéressants que dans un passé récent, comparativement aux rendements boursiers, mais cela ne signifie pas que les investisseurs doivent forcément choisir entre les deux types de titres. Dans les années 1990,

les marchés des actions ont affiché une excellente tenue, même si les obligations américaines ont devancé de 200 à 400 points de base les actions à dividendes américaines, pendant une bonne partie de cette décennie.

Stephen Duench (S. D.) : Les ventes massives d’actions qui ont eu lieu cette année ont créé des occasions intéressantes, en ce qui concerne les rendements boursiers, mais il est incontestablement plus difficile maintenant de repérer des actions rapportant davantage que les taux obligataires, car à l’époque les taux d’intérêt étaient presque nuls. L’atout relatif des actions à dividendes subsiste dans des secteurs du marché ainsi que certaines régions, mais il est nettement plus circonscrit depuis que les taux obligataires ont grimpé.

Rendement boursier c. rendement d’un bon du Trésor américain à 10 ans



Source : AGF, d’après des données de FactSet, au 16 novembre 2022.

S. W. : L’une des caractéristiques attrayantes des actions à dividendes qui passe souvent inaperçue est leur potentiel de croissance au fil du temps. Les dividendes versés par les sociétés comprises dans l’indice MSCI Monde devraient croître en moyenne de 6 %, au cours des trois prochaines années, ce qui procurera

aux investisseurs un niveau de protection contre l’inflation que les taux obligataires ne leur offrent pas forcément. Les sociétés dont les dividendes augmentent constamment ont aussi tendance à être plus disciplinées et de meilleure qualité, ce qui peut amortir la volatilité au fil du temps.

Quelles sont les meilleures occasions à saisir pour obtenir des taux obligataires intéressants dans les sous-catégories d’actif respectives?

A. K. : Compte tenu de ce dont nous avons parlé jusqu’ici, les bassins de capital importants doivent être repensés. Du côté des titres à revenu fixe, cela vaut pour les obligations gouvernementales, provinciales et municipales, tout comme pour les obligations de qualité et les obligations à rendement élevé, de même que pour les titres de créance des marchés émergents. Oui, les banques centrales pourraient dépasser les bornes, de sorte que certaines de ces sous-catégories d’actif donneront l’impression d’être faussement attrayantes. Dans l’ensemble, cependant, les investisseurs n’ont plus besoin d’être à l’affût de rendement obligataire : ils pourront désormais se concentrer sur des émissions de bonne qualité dans le vaste éventail de titres à revenu fixe.

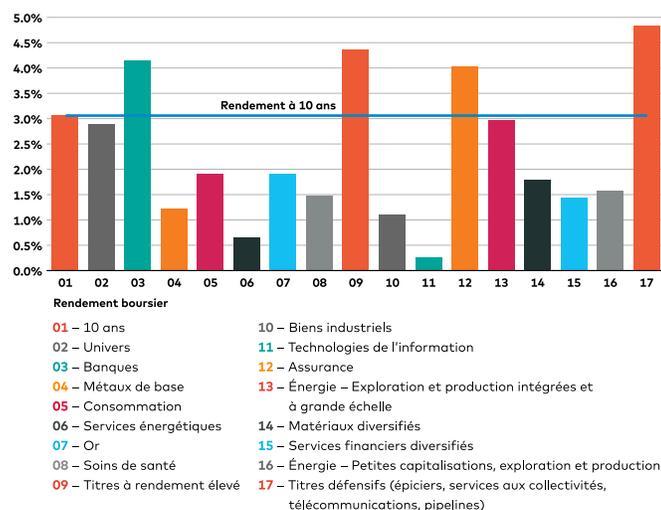
D. S. : Il est important de souligner que les taux obligataires augmentent habituellement parce que l’économie est particulièrement forte. De plus, les sociétés semblent solides dans ce genre de contexte économique; les écarts de taux entre les obligations gouvernementales et celles des sociétés se resserrent couramment dans de telles conditions. En revanche, une chute des taux obligataires peut être annonciatrice de temps plus difficiles sur le plan économique, entraînant un élargissement des écarts de taux.

La situation a été différente au cours de la dernière année. Comme les taux d’intérêt sous-jacents ont été revus à la hausse, les titres à revenu fixe risqués leurs ont emboîté le pas, de sorte que les écarts de taux se sont desserrés au lieu de se resserrer. Il en résulte non seulement que les taux des obligations souveraines sont plus intéressants qu’il y a un an, mais aussi que les

obligations de qualité et les obligations à rendement élevé sont plus attrayantes. Enfin, comme M. Kochar l'a souligné, les investisseurs peuvent repérer des sociétés de premier ordre qui offrent des taux de près de 7 % et ne présentent pas autant de risque que les titres de sociétés qu'ils ont détenus par le passé simplement pour obtenir un taux de 3 %, et même moins dans certains cas.

S. D. : En ce qui concerne les dividendes, il y a des régions du monde, notamment le Royaume-Uni, l'Europe et le Canada, où les dividendes présentent encore un atout concurrentiel par rapport aux obligations de certains secteurs d'activité. Il importe de noter que cet atout est repérable dans quelques-uns des secteurs les plus défensifs du marché, qui peuvent contribuer à protéger les portefeuilles contre le risque de perte en cas de baisse, et dans des secteurs cycliques comme l'assurance vie, les banques et même les fiducies de placement immobilier, qui pourraient tirer parti de conditions plus favorables en 2023.

Rendement boursier canadien c. obligation du gouvernement du Canada à 10 ans



Source : AGF, d'après des données de FactSet, au 16 novembre 2022.

S. W. : La bonne tenue des secteurs qui versent des dividendes en ce moment – l'énergie et les matériels – n'est pas garantie, car elle est tributaire de l'évolution des prix des produits de base l'an prochain, mais il sera important de réduire la volatilité en détenant des actions à dividendes au cours des six prochains mois, dans un climat de révisions à la baisse des bénéfices.

S. D. : Un autre catalyseur potentiel des actions à dividendes à partir de maintenant concerne les changements fiscaux relatifs aux rachats d'actions tant au Canada qu'aux États-Unis. Les sociétés pourraient décider d'augmenter leurs dividendes plutôt que d'effectuer plus de rachats.

S. W. : Notons aussi qu'au cours de la dernière décennie, de nombreux investisseurs en actions à dividendes ont acheté des titres à rendement peu élevé dont les dividendes étaient en hausse rapide; ces investisseurs n'étaient pas nécessairement attirés par le rendement en soi, mais plutôt par la croissance de ces actions. Je pense que les investisseurs seront maintenant plus nombreux à structurer différemment leurs portefeuilles de dividendes, mettant davantage l'accent sur le volet des taux obligataires parce qu'ils n'auront pas l'ambition d'obtenir un taux de rendement de 8 % ou de 12 % pour rivaliser avec le marché élargi des actions.

D. S. : L'autre avantage potentiel des obligations en ce moment est la protection qu'elles procurent contre une récession. Ce n'était pas le cas lorsque les taux obligataires se chiffraient à 1 % ou moins. Ils ne pouvaient pas beaucoup baisser sans devenir négatifs (ce qui leur est évidemment arrivé dans certains cas). Or, maintenant, les taux obligataires pourraient facilement fléchir de 1 % en contexte de recul économique et cela n'empêcherait pas les investisseurs d'encaisser un coupon de 4 % ni de toucher un rendement, disons, de 6 % en raison de la plus-value en capital du prix des obligations. Cela signifie un gain net proche de 10 % pour les investisseurs et représente non seulement un revenu ou une rémunération permettant d'amortir les effets de l'inflation, mais aussi une meilleure protection en cas de baisse.

A. K. : Comme dans le bon vieux temps!

S. W. : Surtout si les investisseurs obtiennent un rendement réel positif, compte tenu du taux effectif d'inflation réalisé. Il s'agirait véritablement d'un « retour à la normale », et c'est ce qui est souhaitable. Aucune bonne raison ne justifie des taux réels négatifs.

Le contexte actuel des taux obligataires dicte-t-il une approche différente à l'égard de la répartition de l'actif?

D. S. : Selon moi, une répartition 50/50 pourrait être substituée à la répartition 60/40, plus particulièrement si les investisseurs visent à obtenir un rendement réaliste de 7 % par année. Après tout, ils peuvent déjà tirer de leurs titres à revenu fixe un rendement qui varie entre 5 % et 6 %; un rendement en actions de seulement 8 % à 9 % serait donc suffisant. De plus, si le tiers du rendement en actions peut provenir de dividendes, la plus-value en capital requise devient relativement modeste et assurément plus réalisable.

S. D. : Il sera désormais important d'adopter une approche plus équilibrée entre les actions et les obligations. Une pondération en actions à dividendes, par exemple, devrait assurer aux investisseurs la protection dont ils auraient besoin si l'inflation restait élevée, tandis qu'une pondération en obligations pourrait être cruciale en cas de récession.

D. S. : Il ne s'agit pas de miser exclusivement sur le revenu en permanence – d'autant plus qu'il y a différents aspects fiscaux à prendre en considération – mais les conditions sont devenues beaucoup plus favorables pour les responsables de la répartition de l'actif, qui n'ont plus à tabler autant sur la plus-value en capital pour atteindre leurs objectifs.

S. W. : Bien entendu, la plupart des sujets dont nous discutons aujourd'hui dépendront en grande partie des facteurs économiques qui changent la situation des taux obligataires cette année. Les taux augmentent en raison des attentes inflationnistes, et l'inflation réalisée est nettement plus élevée que ce que nous avons tous prévu. Aussi en réalité, tout le monde s'attend à ce que les banques centrales parviennent à maîtriser l'inflation. La question est cependant de savoir si cette dernière sera ramenée dans une fourchette de 4 % à 5 %, dans des pays comme les États-Unis, ou dans une fourchette de 2 % à 3 %. Si l'écart n'a pas l'air énorme, il peut être déterminant quant au choix de l'approche à adopter pour répartir l'actif et à la question de savoir où les occasions les plus intéressantes se trouveront à l'avenir. ■

Veillez consulter la section intitulée « Dénis de responsabilité ».



Démondialisation, inflation et conséquences pour les marchés émergents

Les économies divergeront de plus en plus pendant cette période de démondialisation, tout comme les destins des entreprises et les occasions d'investissement.

REGINA CHI



Regina Chi, CFA®
Vice-présidente et gestionnaire de portefeuille
Placements AGF Inc.

Pendant la majeure partie des 75 dernières années, la mondialisation a incarné l'histoire macroéconomique la plus importante, et ce, tant pour les marchés développés que pour les marchés émergents (« ME »). À la suite de la Seconde Guerre mondiale, les politiques libérales et les institutions mondiales ont vu les barrières commerciales reculer, et l'adhésion de la Chine à l'Organisation mondiale du commerce en décembre 2001 – il y a presque exactement 20 ans – a fait entrer l'économie mondiale dans une période d'hypermondialisation. Les nouvelles technologies ont permis le partage des connaissances et l'abaissement des barrières à l'entrée. Ainsi, les flux internationaux de biens et de services ont augmenté à un niveau jamais atteint auparavant; et la productivité de la main-d'œuvre a grimpé en flèche.



Mais une autre possibilité s'offre à nous : la manifestation de signes d'une lente démondialisation qui amènera une inflation plus élevée et un monde beaucoup moins productif dans les années à venir.

La mondialisation a stimulé la croissance économique, créé des emplois, rendu les entreprises plus compétitives et fait baisser les prix pour les consommateurs, surtout dans le monde développé. Elle a favorisé les investissements étrangers directs dans les ME, contribuant ainsi à leur développement économique; une forte croissance et une faible inflation ont permis aux banques centrales de maintenir des politiques monétaires mesurées. Certes, la mondialisation a engendré des inégalités et des crises, mais elle s'est aussi avérée porteuse de bonnes nouvelles pour des milliards de personnes, y compris les investisseurs.

Mais aujourd'hui, le monde change. Les gouvernements se retranchent dans le protectionnisme. La Chine – principal maillon du réseau moderne de l'hypermondialisation – s'affirme davantage et se montre moins conciliante à l'égard des priorités occidentales. La Russie a fait un pied de nez au « nouvel ordre mondial » en envahissant l'Ukraine, perturbant davantage les chaînes d'approvisionnement mondiales dont la fragilité avait déjà été mise en évidence par la pandémie. Étant donné que la mondialisation existe depuis longtemps, soit depuis la Seconde Guerre mondiale, il pourrait être tentant de penser que les tendances actuelles ne prévaudront qu'à court terme et que le monde reviendra ensuite à la « normale ». Mais une autre possibilité s'offre à nous : la manifestation de signes d'une lente démondialisation qui amènera une inflation plus élevée et un monde beaucoup moins productif dans les années à venir.

Nous avons déjà traversé des périodes de démondialisation, et celles-ci serviront de comparaison utile par rapport au contexte actuel. Après la Première Guerre mondiale et à nouveau pendant la Grande Dépression, les États-Unis avaient augmenté leurs tarifs douaniers, incitant leurs partenaires commerciaux à appliquer leurs propres mesures de rétorsion. Dans les deux cas, l'ouverture commerciale mondiale (calculée comme les exportations et les importations en pourcentage du PIB) avait fortement diminué.

Avançons rapidement à 2018, alors que des guerres de représailles commerciales ont éclaté entre les États-Unis et le Canada, l'Europe, le Japon et la Chine. Nommément, la fin de l'administration républicaine en 2020 n'a pas signifié la fin des tarifs douaniers dits « de Trump » – les prélèvements applicables aux produits chinois sont restés en vigueur, en grande partie parce qu'une position commerciale anti-chinoise bénéficie d'un soutien bipartisan et populaire aux États-Unis. La Chine elle-même est devenue beaucoup plus énergique dans son

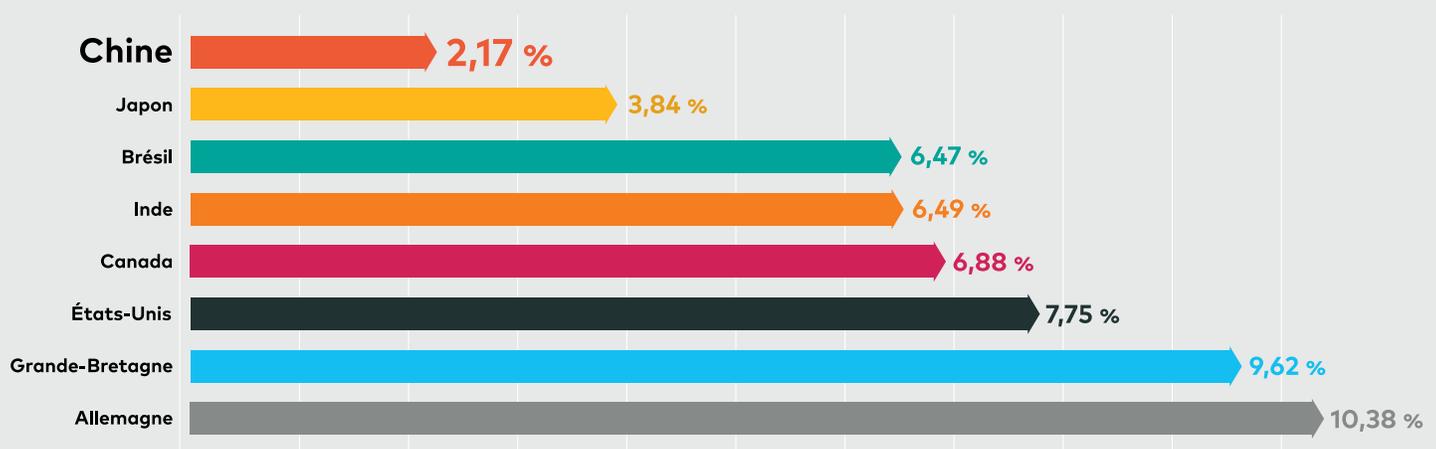
positionnement géopolitique, y compris en soutenant tacitement l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Entre-temps, les États-Unis et la Chine sont engagés dans une guerre technologique sans fin, dans laquelle les États-Unis tentent d'empêcher leur adversaire d'accéder à des équipements de haute technologie et à la propriété intellectuelle, y compris sous la forme de citoyens américains.

Quel est l'impact probable de ces politiques rétrogrades? Il pourrait surtout s'agir d'une hausse de l'inflation. Pour comprendre pourquoi, il faut considérer les effets *désinflationnistes* de la mondialisation. Au cours des 20 dernières années, les multinationales ont pu négocier des taux d'imposition (qui sont tombés à des planchers historiques sur les marchés développés et émergents), des tarifs douaniers à la baisse et de faibles coûts de la main-d'œuvre dans les pays émergents pour accroître la productivité et les bénéfices, tandis que les taux d'intérêt anémiques ont facilité les investissements étrangers (qui ont également explosé). Il n'est pas étonnant que l'inflation ait été moins fébrile au cours de cette période, et la Chine en a été le principal contributeur. Grâce à des politiques commerciales plus libérales et à une main-d'œuvre abondante et bon marché, la Chine a été l'un

des principaux moteurs de la baisse des prix à l'échelle mondiale; elle a également concouru à plafonner les coûts des biens produits localement dans les économies développées et elle a, dans les faits, affaibli le pouvoir de négociation des travailleurs. Ainsi, la démondialisation pourrait inverser ces effets, ce qui signifie que l'inflation mondiale pourrait être structurellement plus élevée au cours de la prochaine décennie.

Aujourd'hui, la montée d'une Chine pugnace qui s'éloigne de plus en plus du multilatéralisme commercial dominé par l'Occident, ainsi qu'une pandémie mondiale dévastatrice et l'invasion de l'Ukraine par la Russie, incitent les entreprises et les responsables des politiques à repenser complètement la valeur des chaînes d'approvisionnement mondiales allégées et employant la méthode du juste-à-temps. Pourtant, une réorientation vers une relocalisation ou une « économie d'affinité » augmentera sans aucun doute les coûts de production, car les travailleurs occidentaux gagnent beaucoup plus que ceux de la Chine, même si les salaires moyens de ce pays n'ont cessé d'augmenter. Les multinationales qui tentent de se protéger et d'adopter une stratégie « Chine plus un » (ou deux ou trois) en diversifiant leurs chaînes d'approvisionnement dans d'autres pays émergents

Inflation – Chine c. Monde



Source : Global Rates.com, au 22 novembre 2022. Selon les données annuelles de l'indice des prix à la consommation (IPC) jusqu'en octobre, à l'exception de l'Inde, dont l'IPC repose sur les données de septembre.

pourraient trouver que ces pays ne possèdent ni l'envergure ni les infrastructures que la Chine peut offrir. Les inefficacités qui en résultent finiront certes par être corrigées, mais à court et à moyen terme, la réorientation de ces chaînes mondiales avivera probablement l'inflation.

Dans le même ordre d'idées, les États-Unis et plusieurs pays européens ont soutenu des politiques qui visent à encourager la production nationale dans des secteurs stratégiques. En 2022, par exemple, les États-Unis ont adopté une loi qui fournira 50 G\$US à son industrie des semi-conducteurs. De même, la Chine applique depuis longtemps des politiques visant à accroître l'« autosuffisance », en plus d'avoir mis récemment en place une stratégie de « double circulation » pour favoriser une croissance fondée sur la demande et sur l'offre intérieure, notamment dans les secteurs technologiques. Ces formes de protectionnisme s'avèrent peut-être valables pour des raisons de sécurité nationale (elles sont généralement populaires sur le plan politique); mais si nous nous fions au passé, elles pourraient également faire reculer la productivité et hausser les prix. Nous pourrions ajouter que les incitatifs et les appuis « verts » aux secteurs nationaux peuvent aussi créer des distorsions sur le marché.

Après une année 2022 déplorable, les investisseurs mondiaux attendent sans nul doute avec impatience un retour à la « normale » en 2023, une année au cours de laquelle ils espèrent que le pic d'inflation sera enfin conquis et que les banques centrales adopteront une politique plus accommodante. Toutefois, si la mondialisation a engendré une politique monétaire facile, la démondialisation pourrait obliger les banques centrales à maintenir des taux élevés que prévu. Le temps nous le dira.

Cependant, nous pouvons certainement nous attendre à des rendements plus singuliers par pays sur les ME l'an prochain. Certains pays en développement seront plus à même de profiter de cette nouvelle tendance à la démondialisation. Pour commencer, le Mexique, l'Inde, le Vietnam et l'Indonésie devraient tirer parti de la « délocalisation à proximité », les flux d'investissements

directs étrangers et les chaînes d'approvisionnement étant déplacés hors de la Chine. Et s'il est présentement de bon ton de faire fi de la Chine, n'oublions pas que la deuxième économie mondiale affiche l'un des taux d'indice des prix à la consommation (IPC) les plus bas (2,1 %) au monde, alors que l'inflation se déchaîne un peu partout ailleurs. En outre, son objectif d'être autosuffisante dans de nombreuses technologies clés et de renforcer son économie intérieure la protégera des effets néfastes de la démondialisation à long terme. Et à court terme, la Chine reste la plus grande histoire de réouverture en 2023, alors que le pays met progressivement fin aux confinements et aux restrictions qu'il s'est lui-même imposés relativement à la pandémie, en partie en raison des manifestations publiques contre ces mesures.

Quant aux investisseurs, le potentiel de taux d'intérêt « plus élevés plus longtemps » signifie des coûts en capital supérieurs pour les entreprises, et ce, dans l'optique du remboursement de leurs dettes et de la croissance de leurs activités. Les investisseurs devront choisir judicieusement les pays dans lesquels investir, et une sélection pointue de sociétés de qualité pourrait s'avérer cruciale en 2023, car nous pourrions entrer en récession (mis à part la Chine) l'an prochain. Les économies divergeront de plus en plus pendant cette période de démondialisation, tout comme les destins des entreprises et les occasions d'investissement.



Certains pays en développement seront plus à même de profiter de cette nouvelle tendance à la démondialisation.

À l'heure actuelle, la mondialisation semble s'essouffler. Cela signifie que le monde pourrait bien avoir une tout autre allure en 2023, en comparaison avec ce que les investisseurs sont habitués de voir depuis 75 ans. ■

Veillez consulter la section intitulée « Denis de responsabilité ».



Une nouvelle loi américaine donne un coup de pouce aux investissements axés sur la durabilité

En dépit de son nom, la loi *Inflation Reduction Act* pourrait être l'initiative de réduction des émissions de carbone la plus importante à ce jour – et elle devrait créer des occasions à long terme pour les investisseurs dans le contexte de la transition énergétique mondiale.

MARTIN GROSSKOPF



Martin Grosskopf, MBA, MES
Vice-président et gestionnaire de portefeuille
Placements AGF Inc.

Le 16 août 2022, le président Joe Biden a signé la loi *Inflation Reduction Act* (l'« IRA » ou la loi sur la réduction de l'inflation). En dépit de son nom, cette loi représente en fait l'un des engagements gouvernementaux les plus importants de l'histoire en matière de réduction des émissions de carbone. Dans le cadre de cette loi, la majeure partie des dépenses initiales – qui s'élèvent à environ 370 G\$US sur dix ans – est destinée à un vaste éventail d'investissements dans la production et la fabrication d'énergie, y compris les technologies climatiques comme le stockage d'énergie et l'hydrogène vert, et vise à favoriser l'établissement de chaînes d'approvisionnement en technologies propres aux États-Unis et ailleurs où se trouvent ses partenaires de libre-échange, y compris le Canada. La signification de tout cet argent est peut-être encore plus extraordinaire que le montant lui-même, à savoir que les États-Unis, dont l'engagement à lutter contre le changement climatique a été remis en question pendant de nombreuses années (c'est le moins que l'on puisse dire), participeront pleinement à la transition verte. Étant donné que ce pays constitue le marché le plus important et le plus liquide du monde, l'IRA pourrait être l'initiative de réduction des émissions de carbone la plus importante à ce jour. Elle devrait également stimuler les investissements thématiques dans des entreprises ciblant les problèmes clés de durabilité auxquels nous sommes confrontés.

Les dépenses fédérales initiales de 370 G\$US liées à l'IRA pourraient n'être qu'un début. Selon une recherche

effectuée par Credit Suisse, elles pourraient dépasser 800 G\$US sur dix ans, soit plus du double de l'estimation du Congressional Budget Office, c'est-à-dire des dépenses publiques et privées combinées pouvant excéder 1,7 T\$US. Déjà, de nombreuses entreprises se sont engagées à investir d'importantes sommes aux États-Unis. Par exemple, deux fabricants de batteries pour véhicules électriques se sont avancés à consacrer plus de 4 G\$US et de 2,5 G\$US, respectivement. Ces participations du secteur privé sont en grande partie attribuables à l'adoption de cette loi.

Le moment choisi est également remarquable. Même en cas de récession, les incitatifs relatifs à l'IRA demeureront disponibles pour les projets de technologies propres admissibles, protégeant ainsi les entreprises positionnées pour récolter les avantages des crédits d'impôt, et ce, peu importe l'environnement macroéconomique. Entre-temps, les États-Unis devraient être compétitifs dans les domaines de l'hydrogène, du captage et du stockage du carbone, du solaire photovoltaïque et de l'éolien – et les États à tendance républicaine sont susceptibles de bénéficier le plus des investissements du secteur privé qui profiteront de cette loi. Par exemple, le Tennessee devrait recevoir environ 18 G\$US, ce qui stimulera le taux d'emploi de cet État. De même, la Géorgie, la Caroline du Sud et d'autres États qui penchent à droite du centre sur le plan politique toucheront également des milliards de dollars pour des investissements privés dans les technologies propres. Par conséquent, peu importe le parti qui occupe la Maison-Blanche ou contrôle le Congrès, l'IRA devrait rester largement intacte et procurer de la stabilité pendant la prochaine décennie.

Le solaire et l'éolien reçoivent une aide fort nécessaire

L'IRA rétablit les crédits d'impôt à leurs taux complets pour les projets solaires et éoliens et veille à ce que ces taux restent en vigueur pendant au moins dix autres



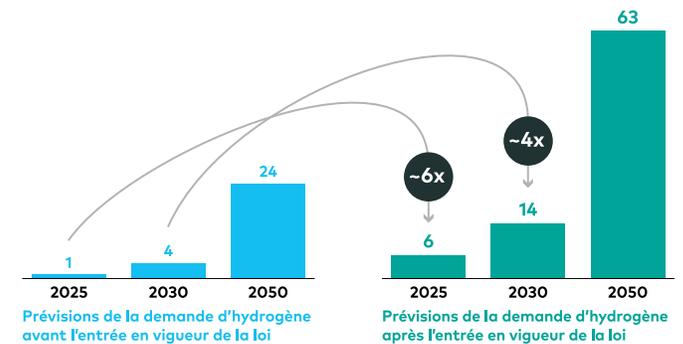
années; cela permettra de lever toute ambiguïté découlant de la série précédente de prolongations de deux ans des crédits d'impôt, qui étaient contre-productives pour les stratégies commerciales et les investissements à long terme. La loi prévoit également le financement d'autres infrastructures renouvelables, notamment la géothermie et l'hydroélectricité. Le crédit d'impôt à la production (« CIP »), indépendant de la technologie, est plafonné à 0,03 \$US/MWh pour les services aux collectivités, en fonction des émissions de gaz à effet de serre du réseau électrique. Le crédit d'impôt à l'investissement (« CII »), également indépendant de la technologie, est fixé à une réduction de 30 %. L'augmentation de la production d'électricité à partir de sources renouvelables dans les réseaux électriques peut diminuer considérablement les émissions et les coûts qui y sont associés.

L'hydrogène propre pourrait entrer dans une période d'hypercroissance

Le marché mondial de l'hydrogène vert devrait connaître une hypercroissance, vu la demande grandissante de sources d'énergie de remplacement et le soutien accru par l'entremise d'incitatifs gouvernementaux. Selon l'Agence internationale de l'énergie, l'hydrogène propre bénéficie actuellement d'un élan politique et commercial sans précédent. Le moment est venu de développer les technologies et de faire reculer les coûts pour que l'hydrogène joue un rôle important parmi les options de production d'électricité propre offertes, au même titre que le solaire et l'éolien. L'IRA instaure un moyen d'alléger une grande partie de ces coûts, ce qui favorisera une croissance vigoureuse. Cette loi offre un CIP pour l'hydrogène propre sur dix ans, selon la quantité d'hydrogène admissible produite dans une installation avant le 1^{er} janvier 2033. Le crédit d'impôt, divisé en quatre paliers, peut atteindre 3 \$US/kg en fonction de l'intensité de carbone de l'hydrogène produit.

Cette loi pourrait donc faire augmenter la demande de façon spectaculaire. Selon les estimations de McKinsey, avec le soutien du gouvernement, la demande devrait être de quatre à six fois supérieure aux prévisions antérieures à l'entrée en vigueur de l'IRA.

Impact de cette loi sur la demande d'hydrogène vert et bleu



Crédits d'impôt pour les consommateurs de véhicules électriques

Aux États-Unis, des crédits d'impôt sont destinés aux consommateurs de véhicules électriques (« VE »), y compris les VE à batterie, les VE hybrides rechargeables et les VE à pile à combustible, dans une fourchette de prix selon la catégorie du véhicule, afin d'aider à stimuler davantage la demande. En vertu des nouvelles dispositions, les minéraux critiques des batteries de VE provenant d'« entités étrangères préoccupantes », comme la Chine, ne seront plus admissibles au crédit d'impôt après le 31 décembre 2023. L'IRA exige également que 40 % ou plus des minéraux critiques des batteries proviennent des États-Unis ou d'un partenaire commercial d'ici 2024 pour permettre l'admissibilité à un crédit d'impôt. L'échelle d'ajustement augmente jusqu'en 2029, quand une part beaucoup plus importante des minéraux critiques devra provenir d'Amérique du Nord. Si la batterie satisfait à l'exigence d'approvisionnement, le consommateur peut bénéficier d'un incitatif de 3 750 \$US. Des règles semblables s'appliquent aux composants d'une batterie; un montant supplémentaire de 3 750 \$US pourrait être crédité au consommateur, selon le lieu de fabrication des composants de la batterie.

Ces règles visent à donner la préférence aux fournisseurs nord-américains, en encourageant le réalignement des chaînes d'approvisionnement en batteries de VE. Les entreprises automobiles en amont et en aval des chaînes d'approvisionnement devront déterminer si elles doivent apporter ou non des changements pour se conformer à ces dispositions, ainsi que le moment

auquel les appliquer. L'IRA devrait créer de nouvelles chaînes d'approvisionnement en VE, dont le besoin se fait cruellement sentir, et rapprocher les coûts des VE de ceux des véhicules à moteur à combustion interne.

Les conditions favorables à la politique appuieront de nombreux thèmes axés sur la durabilité

Les investisseurs prisant les investissements durables devraient bénéficier d'un univers croissant d'entreprises qui peuvent tirer parti de cette loi, y compris des titres déjà existants. L'IRA offre d'énormes possibilités d'investissement dans de multiples thèmes axés sur la durabilité. Par exemple, elle prévoit environ 20 G\$US pour soutenir les pratiques agricoles qui réduiront les émissions de gaz à effet de serre et augmenteront le captage du carbone. Il convient également de noter que le CIP offert au regard du captage, de l'utilisation

et du stockage du carbone (« CUSC ») a été prolongé de dix ans et élargi pour inclure des installations admissibles supplémentaires et des crédits accrus. Le CUSC permet d'éliminer les émissions de carbone des réactions chimiques et constitue la seule option viable pour décarboniser davantage ce processus, même après l'élimination des combustibles fossiles.

Les investisseurs axés sur la durabilité profiteront des incitatifs fiscaux à long terme ciblant les VE, l'hydrogène, le solaire et l'éolien, ainsi que l'agriculture et d'autres secteurs des États-Unis et d'autres régions. L'adoption de l'IRA arrive non seulement à point nommé sur le plan de la politique verte, mais aussi pour les investisseurs à la recherche d'occasions dans le cadre de la transition énergétique mondiale. ■

Veillez consulter la section intitulée « Dénis de responsabilité ».



Que se passe-t-il quand les banques centrales changent de cap?

Des analystes d'AGF expliquent comment un ralentissement de la hausse des taux d'intérêt (ou un arrêt pur et simple) pourrait influencer des secteurs clés des marchés des actions et des titres de créance en 2023.

DILLON CULHANE, RICHARD FISHER, JEAN-SÉBASTIEN NADEAU, LAZAR NAIKER, WAI TONG, WYETH WRIGHT



Dillon Culhane, CFA®, CPA, CA
 Analyste des actions
 Placements AGF Inc.



Richard Fisher, M.A. (Écon.)
 Analyste des actions
 Placements AGF Inc.



Jean-Sébastien Nadeau, MBA, CFA®
 Analyste principal du crédit
 Placements AGF Inc.



Lazar Naiker
 Analyste des actions
 Placements AGF Inc.



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



Wyeth Wright
 Analyste des actions
 Placements AGF Inc.

ACTIONS



ÉNERGIE

Est-ce que l'énergie tombera en panne sèche?

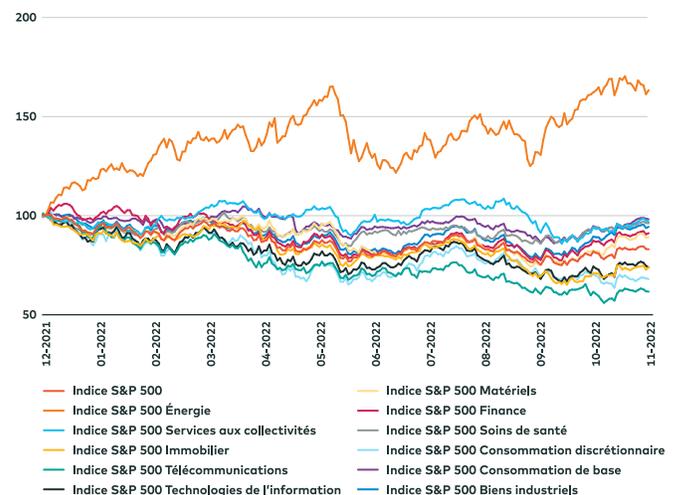
Dillon Culhane

Au cours des deux dernières années, le secteur de l'énergie a surclassé l'ensemble des marchés boursiers, car il a été stimulé par la reprise de la demande dans l'ère de l'après-COVID, par des années de sous-investissement dans les approvisionnements, par la rigueur de cette industrie à l'égard de son capital, par les évaluations attrayantes des actions et par l'attention particulière portée à la sécurité énergétique à la suite de l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Malgré la poussée inflationniste et la montée des taux d'intérêt, le secteur de l'énergie a été le seul à afficher des révisions positives de bénéfices et des flux de trésorerie disponibles en hausse, permettant d'augmenter les rendements des actionnaires et de réduire l'effet de levier sur les bilans – le secteur a donc peu souffert de l'augmentation du coût de l'endettement. Bien sûr, l'augmentation des prix de l'énergie est un facteur déterminant de l'inflation et des majorations de taux d'intérêt qui en découlent, qui sont conçues pour ralentir l'économie en réduisant théoriquement la demande d'énergie. Toutefois, les récessions antérieures n'ont eu qu'une incidence éphémère ou ténue sur la demande de pétrole et de gaz.

Dès qu'une pause relativement à la hausse des taux d'intérêt sera manifeste, le secteur de l'énergie se retrouvera probablement à la traîne des secteurs de croissance et des autres retardataires du marché. Mais, cela ne signifie pas nécessairement qu'il sera négocié à la baisse. En octobre dernier, le jour où le recul du

taux d'inflation américain a été annoncé, le S&P 500 a progressé de 5,5 %, les secteurs de la technologie (8,3 %) et de l'immobilier (7,7 %) ayant été les plus performants; néanmoins, celui de l'énergie a enregistré un résultat de 2,2 %, selon Bloomberg. Une pause dans le relèvement des taux devrait indiquer que l'inflation a atteint son creux et que la croissance économique finira par reprendre, ce qui est prometteur pour la demande d'énergie. De nombreuses forces structurelles soutiennent également ce secteur, y compris le fait que l'Europe s'éloigne de l'utilisation de l'énergie russe, la volonté de l'OPEP de gérer l'offre et la réouverture à venir de la Chine. Ainsi, même s'il est peu probable que le secteur de l'énergie continuera de surperformer par rapport à l'ensemble du marché quand les banques centrales auront changé leur position à l'égard des taux, il est tout à fait possible que les prix du pétrole et du gaz restent dans une fourchette autour des niveaux actuels au cours des prochaines années, ce qui permettra aux sociétés énergétiques de tirer de solides bénéfices.

Rendements des secteurs de l'indice S&P 500



Source : Bloomberg LP, au 25 novembre 2022.



FINANCE

Comment le secteur de la finance affrontera-t-il un ralentissement économique?

Richard Fisher et Wyeth Wright

Du côté des banques, l'avantage découlant de la hausse des taux d'intérêt devrait s'atténuer à mesure que nous progresserons en 2023. À plus court terme, les banques devraient connaître une bonne croissance des revenus nets d'intérêts, grâce aux marges supérieures associées à une inflation plus lente des coûts des dépôts, à une croissance modérée des demandes de prêts et à une qualité plutôt acceptable du crédit. Les institutions financières possédant les franchises de dépôt les plus robustes devraient se démarquer, car elles ont généralement des sources de revenus plus diversifiées et les plus grands portefeuilles de titres dans leurs bilans (qui sont habituellement réévalués plus rapidement que les prêts). La décélération des bénéfices résulte de l'évolution de la composition des dépôts vers des financements à terme plus coûteux, comme les CPG, et de la concurrence accrue vis-à-vis des dépôts et des prêts à mesure que l'économie ralentit sous le poids de taux plus élevés. En outre, durant ce fléchissement de l'économie, les banques se constitueront des réserves pour les prêts productifs, afin de faire face aux pertes potentielles à prévoir.



À court terme, les ratios des titres financiers sensibles à la consommation tireraient parti d'un ralentissement de la hausse des taux.

À court terme, les ratios des titres financiers sensibles à la consommation tireraient parti d'un ralentissement de la hausse des taux. Toutefois, une récession ou une transition abrupte entraînant une augmentation du taux de chômage et une détérioration de l'économie pèserait sur l'ensemble du secteur, et ce, même dans des conditions de liquidité financière favorables; nous pourrions ainsi

nous attendre à voir davantage de défaillances et de radiations, ce qui exercerait une pression à la baisse sur les bénéfices. La dégradation accrue du crédit, accompagnée d'une réévaluation à la baisse du secteur, nuirait aux rendements des actions bancaires. En ce qui concerne les compagnies d'assurance, celles présentes dans le domaine de l'assurance des particuliers et des entreprises devraient surpasser leurs homologues de l'assurance vie en raison de leur exposition moindre au marché boursier et de leurs caractéristiques défensives – en supposant, bien sûr, que l'inflation n'augmente pas le coût des sinistres plus que prévu. Les assureurs dont les contrats sont de plus courte durée devraient également bien s'en sortir en matière de bénéfices, car leurs investissements seront transférés dans d'autres placements dont les taux sont plus élevés.



BIENS INDUSTRIELS

Le secteur des biens industriels est-il en mesure d'affronter la tourmente?

Lazar Naiker et Wai Tong

En dépit de l'incertitude macroéconomique liée à la direction adoptée par la Réserve fédérale américaine à l'égard des taux et à son impact potentiel sur l'économie, le secteur des biens industriels est exposé à des moteurs de croissance séculaire qui devraient soutenir une vive demande de moyen à long terme. La transition énergétique, qui comprend les énergies renouvelables, la résilience des réseaux, l'électrification et la décarbonisation, de même que la mise à niveau des infrastructures et la sécurité de l'eau, constituent les domaines clés pour étayer la croissance.

Les chaînes d'approvisionnement restent limitées, et de nombreux marchés sont restreints par l'offre plutôt que par la demande – occasionnant des niveaux de stocks élevés. En temps normal, cette situation serait préoccupante à l'approche d'une récession potentielle; cependant, vu les perturbations liées aux chaînes d'approvisionnement pendant la pandémie, une augmentation structurelle des stocks est probablement attribuable à une approche axée sur des niveaux de stocks « juste au cas » plutôt que « juste à temps ». La question est de savoir si la demande déclinera suffisamment pour

dépasser les contraintes de l'offre sur le marché et faire en sorte que les niveaux de stocks deviennent excédentaires.

Les résultats trimestriels les plus récents des sociétés industrielles cycliques n'ont montré aucun signe de ralentissement de la demande. La plupart de ces fabricants affichent toujours des ratios stocks/ventes inférieurs à leur niveau historique, tout en ayant des arriérés de commandes record. Ces arriérés, jumelés à la demande de reconstitution des stocks, pourraient maintenir une demande plus que suffisante pour permettre à ces sociétés industrielles cycliques de traverser un léger recul jusqu'à ce que la demande du marché final se redresse. Les coûts de logistique et des matières premières, qui ont atteint un sommet et commencent maintenant à diminuer, devraient procurer de meilleures marges aux fabricants et compenser le manque de pouvoir de fixation des prix dans un contexte de ralentissement de la demande.

Dans l'ensemble, nous croyons que ces facteurs de croissance à plus long terme appuieront le secteur des biens industriels pendant le prochain cycle, par rapport au marché. L'ampleur d'un repli à court terme déterminera les risques de perte en cas de baisse. Ni un ralentissement de la croissance ni une légère récession ne devrait avoir un impact négatif important, et ce, en raison des fondements structurels des contraintes de la demande et de l'offre.

TITRES À REVENU FIXE



CRÉDIT

La qualité importera-t-elle davantage que le rendement?

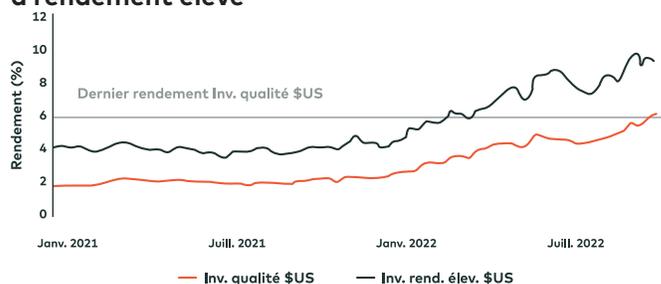
Jean-Sébastien Nadeau

La fin du cycle de resserrement des taux des banques centrales constituerait une bonne nouvelle pour le marché des titres à revenu fixe, mais nous croyons que les investisseurs devraient rester prudents. Les titres à revenu fixe jouent deux rôles principaux, à savoir générer un revenu et conserver le capital, agissant à titre de point d'ancrage au sein d'un portefeuille diversifié composé d'actions et d'obligations. Malgré la fin possible du cycle de resserrement, les obligations de sociétés de qualité

devraient surclasser les obligations de moindre qualité pendant le premier semestre de 2023. Les banques centrales interviennent généralement tardivement et changent de cap lorsqu'il est déjà trop tard; autrement dit, elles abaissent couramment les taux alors que l'économie est déjà en récession. Aussi, les obligations de moindre qualité enregistrent habituellement des rendements inférieurs en périodes de récession.

Nous restons donc optimistes à l'égard des obligations de sociétés de qualité, vu leurs évaluations attrayantes et le potentiel élevé qu'elles revêtent actuellement de générer des revenus; de plus, nous pensons qu'elles sont en mesure d'atteindre des rendements à un chiffre moyen ou élevé en 2023. Les obligations américaines de qualité offrent maintenant des rendements supérieurs à ceux que les obligations à rendement élevé promettaient il y a 12 mois, étant donné les majorations historiques des taux d'intérêt par la Réserve fédérale en 2022. Par contre, une fois que le cycle de resserrement sera vraiment terminé, les obligations de sociétés de moindre qualité pourraient commencer à surclasser les obligations de qualité supérieure. En général, ce contexte serait de bon augure pour le marché des obligations de sociétés en 2023, car la hausse des revenus devrait compenser toute faiblesse potentielle des prix. Un changement de cap de la banque centrale ne signifie pas nécessairement la fin de la volatilité sur le marché, mais compte tenu des évaluations actuelles, le marché obligataire offre de nombreuses occasions de rendement élevé et de faible risque en 2023. ■

États-Unis – Obligations de qualité c. Obligations à rendement élevé



Source : HSBC, à partir de données de Bloomberg.

Veillez consulter la section intitulée « Dénis de responsabilité ».



Pourquoi l'ajout de capital privé à votre portefeuille devient-il une priorité?

Ash Lawrence, responsable des nouvelles activités d'AGF axées sur le capital privé, parle de l'importance croissante des actifs privés dans l'évolution continue des portefeuilles des investisseurs.



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

Pourquoi la plateforme Capital Privé AGF a-t-elle été créée plus tôt cette année?

L'objectif est simple. Nous voulons être l'un des plus grands spécialistes nord-américains des placements sur les marchés privés et intégrer cette expertise, en plus de nos offres axées sur les marchés publics, à notre proposition globale pour les clients. Pour jeter les bases de ces activités axées sur les marchés privés, nous créerons au cours des prochaines années une plateforme de placement qui comprendra plusieurs stratégies liées aux marchés privés gérées par des gestionnaires chevronnés au sein de leurs catégories d'actif respectives, que nous intégrerons aux activités de gestion d'actifs d'AGF.

En quoi les activités actuelles d'AGF axées sur les FNB et les fonds communs de placement complètent-elles cette vision?

La plateforme globale d'AGF est extrêmement importante. Peu de gestionnaires d'actifs non traditionnels peuvent, comme nous, tirer parti des connaissances et de l'expérience que procure une telle plateforme dans des domaines comme le développement, la distribution et le marketing de produits. Cela dit, la structure d'un fonds commun de placement est très différente de celle d'un fonds de crédit privé, qui peut notamment présenter des caractéristiques de rachat et d'évaluation uniques. Il est donc essentiel que nos activités sur le marché privé aient une identité et des compétences propres. De cette façon, nous pouvons mieux travailler avec nos partenaires gestionnaires pour structurer les stratégies, tout en tirant parti de ce qu'AGF offre de façon plus globale.

Quel est l'avantage d'exercer des activités sur les marchés privés en plus d'offrir la gamme de stratégies existantes d'AGF qui investissent toujours principalement dans des titres cotés en bourse?

Il existe plusieurs avantages. Le premier, et le plus important, est lié à l'évolution de l'intérêt de nos clients.

Ce n'est un secret pour personne que les investisseurs se tournent plus que jamais vers les actifs privés. En fait, selon certaines estimations, la répartition entre les secteurs public et privé est maintenant près de 50-50 chez les plus importants investisseurs institutionnels dans le monde. Par conséquent, si nous voulons servir nos clients dans toute la gamme des actifs qu'ils demandent, nous devons être présents dans le secteur du capital privé. Du côté des investisseurs de détail, les pondérations de leurs portefeuilles ne font que commencer à changer, mais l'ampleur de ce virage graduel offre d'énormes possibilités de croissance pour AGF. L'actif géré sur les marchés privés mondiaux a atteint 10 T\$US en septembre 2021, soit cinq fois plus qu'en 2007, selon Preqin, un fournisseur de données financières. Par ailleurs, les marchés publics, qui demeurent beaucoup plus importants mais dont la croissance a été plus lente, ont presque doublé au cours de la même période.

Pourquoi la demande d'actifs du marché privé a-t-elle augmenté de façon aussi importante?

Les placements non traditionnels, qui comprennent les actifs du marché privé, remplissent de nombreuses fonctions dans les portefeuilles des investisseurs. Pour bon nombre d'entre eux, le principal objectif est d'obtenir des rendements non corrélés avec les obligations ou les actions cotées en bourse, ce qui, en retour, peut aider à réduire la volatilité globale dans le cadre d'une répartition traditionnelle 60-40. Toutefois, on oublie souvent un avantage supplémentaire, soit le contrôle direct qui découle de la possession des titres de participation dans un placement sur le marché privé.

Par exemple, lorsqu'une société de capital-investissement investit dans une société, elle achète habituellement une participation majoritaire de 100 %, ce qui lui permet d'influencer l'orientation de cette société d'une façon très difficile à reproduire sur les marchés publics, et ce, même pour les plus grands investisseurs. On le

constate particulièrement ces derniers temps, lorsqu'il s'agit de questions litigieuses comme les mandats environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG). Même s'ils doivent être mis en œuvre, ces mandats nécessitent l'appui complet des actionnaires.

De plus, on peut soutenir que l'une des raisons pour lesquelles le capital privé tend à être non corrélé avec les obligations et les actions cotées en bourse est précisément le contrôle direct. Autrement dit, les investisseurs privés peuvent conserver leurs placements pendant un cycle de marché complet s'ils le souhaitent, ce qui contribue à différencier leurs rendements et à réduire la volatilité du marché.



La plateforme globale d'AGF est extrêmement importante. Peu de gestionnaires d'actifs non traditionnels peuvent, comme nous, tirer parti des connaissances et de l'expérience que procure une telle plateforme dans des domaines comme le développement, la distribution et le marketing de produits.

Pourquoi les marchés privés demeurent-ils principalement le domaine des investisseurs institutionnels?

Les investisseurs institutionnels sont des adeptes des marchés privés depuis des années, tandis que la participation des particuliers a été beaucoup plus lente, essentiellement en raison du peu de connaissances connexes à ces produits et à la structure de ceux-ci. Néanmoins, les sociétés comme la nôtre ont hâte que cette tendance change; une nouvelle vague de produits améliorés axés sur le marché privé, qui répondent aux besoins propres des investisseurs de détail, pourrait

prendre de l'expansion et entraîner une augmentation de la pondération de ces produits dans les portefeuilles de ces investisseurs.

Par conséquent, nous considérons que les occasions liées aux investisseurs de détail sont relativement modestes à court terme, mais nous entrevoyons qu'elles prendront de l'ampleur progressivement à moyen et à long terme. En fait, l'une des autres raisons pour lesquelles nous avons créé le volet de capital privé est le potentiel inexploré de croissance lié aux investisseurs de détail.

Quels changements structurels pourraient être nécessaires pour réaliser ce potentiel?

Les placements sous-jacents demeureront des placements privés, mais il faut tenir compte du fait que les institutions sont plus à l'aise d'immobiliser leur argent, alors que les investisseurs de détail exigent souvent une plus grande liquidité ou veulent des distributions en espèces pendant qu'ils détiennent un placement jusqu'à son échéance. Il existe des placements privés qui offrent de telles caractéristiques, mais la structuration des produits qui génèrent un rendement a été difficile au cours de la dernière décennie en raison des taux d'intérêt très bas et de l'attention accrue accordée aux produits visant l'appréciation du capital associés au capital de risque et aux fonds de capital-investissement.

Bien entendu, la situation devrait changer si la hausse de l'inflation et des taux d'intérêt persiste. Dans le cas de certains biens immobiliers privés assortis de contrats à durée plus courte, par exemple, l'inflation élevée et la hausse des taux d'intérêt devraient se traduire par le versement de distributions supérieures plus tard.

Sur quelles catégories d'actif particulières la plateforme Capital Privé AGF se concentre-t-elle actuellement?

Nos priorités sont les titres de créances privées et les actions de sociétés fermées du marché intermédiaire, car ils ont tous un univers de placement important et en croissance que les institutions connaissent bien et que les investisseurs de détail apprennent à connaître au fil du

temps. Plus précisément, les titres de créances privées présentent certaines caractéristiques intéressantes dans le contexte actuel de hausse des taux d'intérêt et d'inflation, notamment la corrélation des rendements avec les taux, la sécurité et la perspective de distributions intéressantes. De plus, nous examinons des occasions potentielles avec des gestionnaires d'actifs immobiliers. Malgré certaines mises au point sur le marché à court terme largement liées aux taux d'intérêt, nous voyons d'un bon œil cette catégorie d'actif à long terme.

Quelles sont vos perspectives pour les marchés privés en 2023?

Tout dépend de votre style de placement. Pour les investisseurs plus frileux qui s'inquiètent de l'inflation, les infrastructures et les titres de créances privées peuvent offrir de bonnes occasions. L'immobilier, comme nous l'avons mentionné plus tôt, justifie probablement une plus grande prudence en ce moment en raison de l'incidence de la hausse des taux d'intérêt sur cette catégorie d'actif, mais il pourrait y avoir une occasion de valeur en 2023, qui pourrait s'avérer un bon moment pour investir. Contrairement aux marchés publics, le marché privé demande souvent plus de temps aux acheteurs et aux vendeurs pour parvenir à une entente lorsque les conditions macroéconomiques fluctuent comme elles l'ont fait au cours de la dernière année, mais dans ce cas-ci, une fois qu'ils y parviendront, cela pourrait se traduire par de nouvelles occasions de valeur pour les investisseurs.

Qu'en est-il des actions de sociétés fermées?

Les valorisations des actions de sociétés fermées commencent à peine à se rajuster à la baisse et poursuivent leur trajectoire de façon mesurée après une période à des niveaux élevés. Néanmoins, il y a peut-être une tendance à surveiller : les sociétés qui génèrent des flux de trésorerie, principalement en raison de la sécurité qu'elles procurent, mais aussi en raison du rendement. Jusqu'à présent, les ratios de ces sociétés ont été intéressants et depuis un an ou deux, une quantité considérable de capitaux ont été accumulés et sont maintenant prêts à être investis. Cela favorisera les sociétés plus matures et plus résilientes qui génèrent des flux de trésorerie. Par ailleurs, si les investisseurs veulent prendre plus de risques, le moment est peut-être bien choisi pour se tourner vers le capital de risque. Les gestionnaires d'actifs dans ce segment du marché pourraient trouver d'excellentes sociétés dans lesquelles investir, car les capitaux se sont faits très rares ces derniers temps. À l'instar de l'immobilier, cela pourrait donner lieu à de bonnes occasions au cours de la prochaine année si, encore une fois, vous disposez d'une réserve de capitaux pour investir. ■

Veillez consulter la section intitulée « Dénis de responsabilité ».

Dénis de responsabilité

Les points de vue exprimés dans cet article sont ceux des auteurs et ne représentent pas nécessairement les opinions d'AGF, de ses filiales ou de ses sociétés affiliées, et ne peuvent être associés à aucun fonds ni à aucune stratégie d'investissement.

Les commentaires que renferme le présent document sont fournis à titre de renseignements d'ordre général et sont fondés sur l'information disponible au 6 décembre 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.

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.

« Bloomberg® » est une marque de service de Bloomberg Finance L.P. et de ses sociétés affiliées, y compris Bloomberg Index Services Limited (« BISL ») (collectivement, « Bloomberg »). Ces marques ont été concédées sous licence aux fins de certaines utilisations par La Société de Gestion AGF Limitée et ses filiales. Bloomberg n'est pas affiliée à La Société de Gestion AGF Limitée ou à ses filiales et elle ne donne ni approbation, ni appui, ni examen, ni recommandation à l'égard de tout produit de La Société de Gestion AGF Limitée ou de ses filiales. Bloomberg ne garantit pas la pertinence, l'exactitude ou l'exhaustivité des données ou des renseignements relatifs à tout produit de La Société de Gestion AGF Limitée ou de ses filiales.

Placements AGF est un groupe de filiales en propriété exclusive de La Société de Gestion AGF Limitée, un émetteur assujetti 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.

Le présent document est réservé à l'usage des investisseurs qualifiés au Canada, des investisseurs professionnels en Europe et des investisseurs institutionnels aux États-Unis, ou à celui des conseillers afin de les aider à déterminer quels investissements conviennent le mieux aux investisseurs.

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

RO: 20221205-2620628



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 6 décembre 2022.