

The background image shows a majestic mountain range with sharp peaks and ridges, heavily covered in white snow. The sky above is a clear, pale blue with a few wispy clouds. In the foreground, two small figures of people are standing on a rocky, snow-laden ledge, looking out over the vast landscape.

**HORIZONS AGF**

PERSPECTIVES 2021

# On y est presque



# Table des matières

---



## 03 | On y est presque

KEVIN McCREADIE



## 07 | Catégories d'actifs : Vue d'ensemble

**Actions** REGINA CHI

**Titres à revenu fixe** ANDY KOCHAR, TRISTAN SONES ET DAVID STONEHOUSE

**Actifs réels** STEVE BONNYMAN

**Devises** TOM NAKAMURA

**Alternatifs** RYAN DUNFIELD



## 21 | Répartition 60/40 : une évolution qui s'impose

TRISTAN SONES, MARK STACEY ET STEPHEN WAY



## 26 | Comment obtenir la couverture (presque) parfaite

BILL DeROCHE



## 31 | Les conséquences de la TMM version allégée

ANDY KOCHAR ET DAVID STONEHOUSE



## 36 | La grande transition

MARTIN GROSSKOPF



## 40 | Les secteurs cycliques en début de cycle

RICHARD FISHER, JAMIE MADDOCK, JEAN-SÉBASTIEN NADEAU ET ANGELA RHODEN



## 46 | Leçons de négociations tirées de la pandémie

JOHN CHRISTOFILOS

# On y est presque

---

Les marchés boursiers devraient s'apprécier en 2021, du fait de la hausse cyclique prévue de l'économie mondiale, mais la voie de la reprise pourrait rester semée d'embûches tant que la situation relative à la pandémie ne sera pas bien maîtrisée.

KEVIN McCREADIE



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

La seule façon de commencer à faire des pronostics à l'égard de 2021 consiste à se pencher d'abord sur l'une des années les plus tumultueuses de l'histoire moderne. La COVID-19 a laissé une marque indélébile sur tous ceux qui en ont été atteints; et ceux qui ont perdu des proches sont changés à jamais. Elle a mis à l'épreuve notre détermination et exigé notre compassion, mais elle a aussi mis à nu nos failles et mis en évidence les inégalités qui empêchent la société de réaliser son plein potentiel.

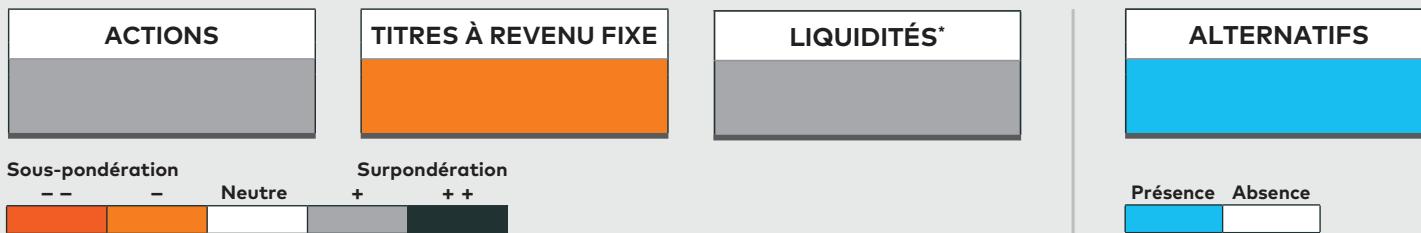
Cela se vérifie dans toutes les sphères de la vie, mais les fermetures des économies attribuables à la pandémie en 2020 ont eu un impact unique sur les investisseurs. En fait, jamais les marchés boursiers ne se sont effondrés aussi rapidement qu'en mars dernier, et jamais une économie n'est tombée en récession aussi brusquement ou aussi profondément. Et pourtant, nous voici, plus de dix mois après le début de la crise, à constater l'un des plus remarquables rebonds boursiers de tous les temps, tout en anticipant une importante reprise économique qui pourrait pousser les actions et autres actifs à risque encore plus haut au cours des douze prochains mois.

Néanmoins, les investisseurs ne voudront peut-être pas trop s'avancer. Si le début d'un nouveau cycle économique

semble inévitable, nous ignorons quand celui-ci se manifestera et, dans les premiers mois de 2021, les marchés pourraient être davantage malmenés avant d'évoluer de manière moins tumultueuse et plus favorable au second semestre.

L'essentiel dans tout cela, bien sûr, est la lutte pour mettre fin à la pandémie qui continue de faire rage et de forcer de nouveaux confinements temporaires dans plusieurs pays du monde, dont les États-Unis et le Canada. Si aucune mesure n'est mise en œuvre, à tout le moins certaines régions de l'économie mondiale pourraient être frappées par une récession à double creux, alors même qu'un vent d'optimisme souffle relativement à des vaccins contre la COVID-19. Bien qu'au moins deux vaccins (et potentiellement plusieurs autres) soient approuvés ou en cours d'approbation par les autorités de réglementation en Europe et en Amérique du Nord, il faudra plusieurs mois avant que suffisamment de doses soient fabriquées et mises à disposition pour réprimer la propagation mondiale du virus. Parallèlement, les différences régionales concernant la disponibilité des vaccins influeront également sur l'ampleur de la reprise économique à venir.

## Répartition de l'actif : À l'approche de la nouvelle année



Source : Comité de répartition de l'actif AGF, mise à jour du quatrième trimestre, au 1<sup>er</sup> octobre 2020. Selon un portefeuille avec une répartition de l'actif de 60/40 (actions/titres à revenu fixe). Pour plus de détails, consultez le document *Perspectives trimestrielles et recommandations de portefeuille*.

Cette situation ne fait qu'augmenter la pression auprès des gouvernements et des banques centrales pour qu'ils renforcent leur soutien au cours des prochains mois. La politique budgétaire et monétaire n'a jamais été aussi coordonnée à l'échelle mondiale, ni aussi souple qu'aujourd'hui, mais il demeure essentiel d'étayer les mesures de relance pour combler le fossé entre aujourd'hui et le moment où la pandémie sera bien maîtrisée. Heureusement, la volonté politique de le faire reste relativement forte, mais le temps est compté et le financement de nouvelles dépenses aux États-Unis, en particulier, pourrait traîner plus qu'il serait souhaitable, compte tenu de la dynamique actuelle quant à la transition présidentielle en cours. Un « maigre » projet de loi de relance avant la fin de l'année, avec l'espoir d'en avoir d'autres plus tard si nécessaire, serait bien accueilli par un marché boursier qui espère que la reprise pourra véritablement s'amorcer.

Au début de la nouvelle année, les investisseurs seront évidemment aux prises avec de grandes incertitudes, y compris la pandémie ainsi que la réponse à celle-ci. Toutefois, plusieurs autres facteurs pourraient se révéler plus importants à mesure que l'année 2021 s'écoule. Par exemple, les incidences potentielles sur le marché de la nouvelle scène politique à Washington vont au-delà du calendrier et de l'ampleur du prochain programme de relance et peuvent encore englober les perspectives d'une augmentation de l'impôt sur les sociétés et d'une réglementation plus stricte envers l'industrie, si le second tour des élections de janvier pour deux sièges au Sénat américain penche en faveur des démocrates.

Dans ce contexte, il importe de positionner les portefeuilles d'investissement de manière à se prémunir contre les risques de baisse, mais aussi à tirer parti des possibilités qui se présenteront de plus en plus à mesure que la reprise économique s'accélérera.

Nous privilégions les actions plutôt que les titres à revenu fixe dans le cadre d'un portefeuille 60/40 qui servira bien les investisseurs lorsque l'on considère la prochaine année dans son ensemble. Au chapitre des actions, une

stratégie d'« haltères » qui se concentre sur les sociétés de croissance de qualité, mais qui s'intéresse également aux actions cycliques, aidera les investisseurs à tirer leur épingle du jeu compte tenu de l'incertitude à court terme qui pèse sur l'économie ainsi que sur la voie de la reprise. Mais à mesure qu'un vaccin s'impose et que l'embellie économique se consolide, il conviendra de privilégier les secteurs du marché qui se sont bien comportés lors des hausses précédentes. Les marchés émergents, par exemple, tendent à être particulièrement rentables dans les nouveaux cycles économiques, tout comme les produits de base et les secteurs les plus liés aux premiers stades d'une expansion, tels que la finance, la consommation discrétionnaire et les biens industriels.

Cela ne veut pas dire que les investisseurs doivent abandonner complètement ce qui leur a le plus profité en 2020. Les titres à revenu fixe continueront de contribuer de manière importante à la préservation du capital malgré la menace d'une hausse des rendements, et si un portefeuille composé d'actions axées sur le thème du « travail à domicile » risque de subir une correction, nous pensons que bon nombre des valeurs technologiques qui y sont associées devraient continuer à croître longtemps après la fin de la pandémie.

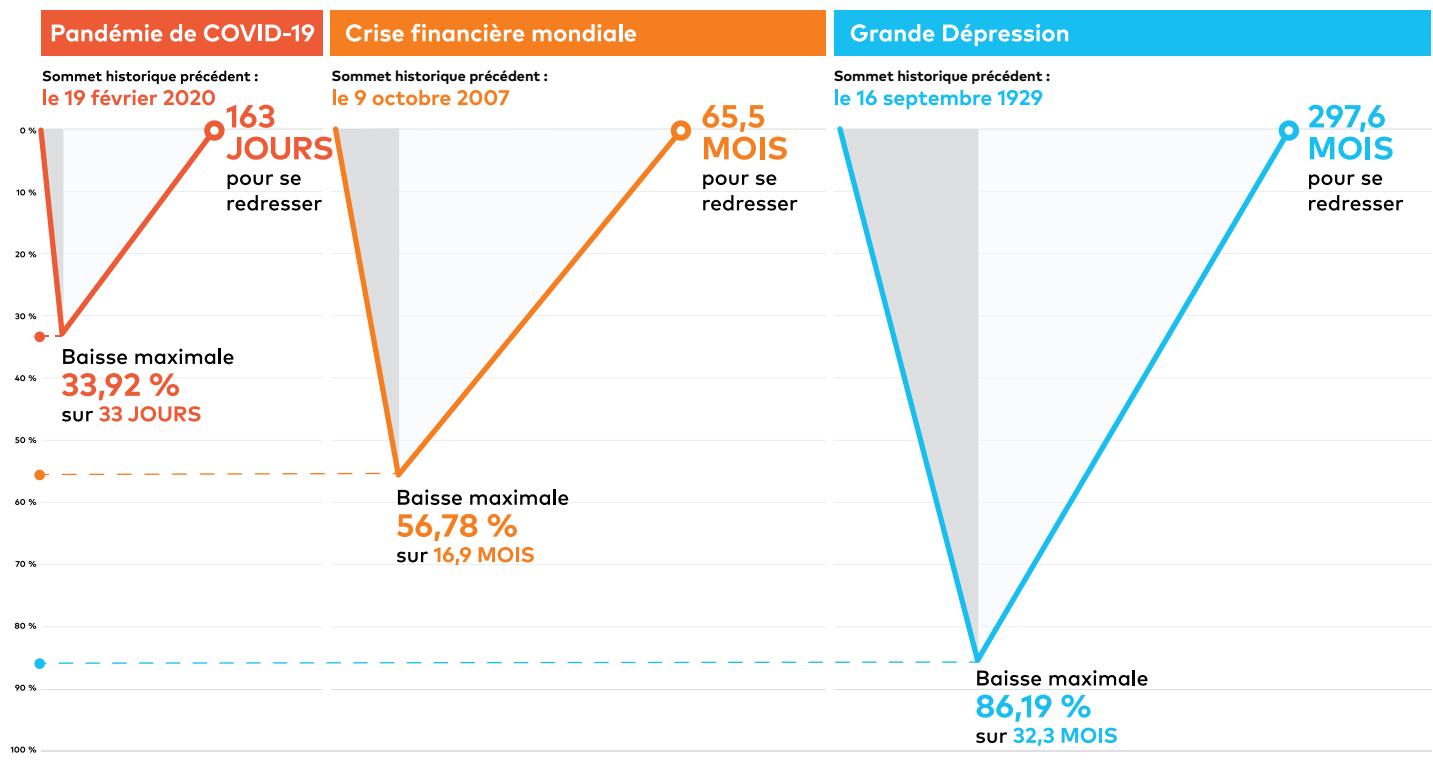
En outre, les investissements alternatifs, y compris les stratégies de couverture en positions longues et courtes et les catégories d'actifs telles que les créances privées, permettront de rehausser la diversification entre actions et obligations, et les thèmes relatifs à l'investissement durable pourraient bien s'imposer à l'esprit des investisseurs, à mesure que le besoin de diriger plus efficacement les capitaux vers les questions environnementales et sociales continuera de s'accentuer dans les années à venir.

En fin de compte, les investisseurs peuvent se rassurer du fait que le pire de la pandémie sera bientôt passé, mais ce qui pourrait être une très bonne année pour l'économie mondiale et les marchés financiers ne commencera pas nécessairement de cette façon. ■

Veuillez consulter la section intitulée « Dénis de responsabilité ».

# Baisse suivie d'une hausse

Le marché boursier américain n'a jamais connu une spirale baissière aussi rapide qu'en 2020. Il ne s'est jamais non plus redressé aussi rapidement pour atteindre de nouveaux sommets.



# Catégories d'actifs : Vue d'ensemble

---



Actions



Titres à revenu fixe



Actifs réels



Devises



Alternatifs

STEVE BONNYMAN, REGINA CHI, RYAN DUNFIELD, ANDY KOCHAR, TOM NAKAMURA,  
TRISTAN SONES ET DAVID STONEHOUSE



Actions

## Diviser les facteurs propres aux marchés émergents pour mieux les maîtriser?

**Alors que la numérisation progresse et que les réformes se concrétisent, les rendements boursiers dans plusieurs pays des marchés émergents pourraient être stimulés, en 2021, par bien plus que la reprise post-pandémie.**

**Regina Chi**

Les rendements remarquables enregistrés par le marché boursier américain cette année (l'indice MSCI États-Unis a progressé de plus de 60 % entre le creux atteint à la fin de mars sous l'effet d'un mouvement de panique et la fin du mois de novembre, selon des données de Bloomberg) pourraient facilement éclipser le fait que ce rebond s'est produit à l'échelle mondiale. En effet, au cours de la même période, l'indice MSCI Marchés émergents a gagné lui aussi plus de 60 %, car plusieurs de ses économies, parmi lesquelles la Chine, la Corée du Sud et Taïwan, ont soit évité les effets les plus dévastateurs de la pandémie, soit les ont résolus avec rapidité et efficacité.

En 2021, les investisseurs devraient s'attendre à ce que la reprise qui fait suite à la pandémie se poursuive au sein des marchés émergents (ME). Même après s'être redressées en 2020, les actions des ME maintiennent une valeur en-deçà de celles des actions des marchés développés (MD). Le ratio cours-bénéfice prévisionnel de l'indice MSCI ME s'établit environ à 19, d'après des données de FactSet, contre 26,5



**Toutefois, les perspectives optimistes à l'égard des ME reposent sur bien plus que ces simples facteurs à court terme, car ceux-ci coïncident avec des tendances à plus long terme qui font évoluer le contexte sur les ME.**

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

pour l'indice MSCI États-Unis, ce qui laisse donc une marge de manœuvre pour que la prime de croissance traditionnellement observée avec les États-Unis s'améliore à nouveau. De même, les mesures monétaires et budgétaires apportées en réponse à la pandémie au sein de nombreux ME ont dépassé les attentes, ce qui laisse à penser que le chemin vers la reprise devrait être relativement sans encombres, tout comme le



## Actions

développement d'un vaccin en vue d'une potentielle distribution au premier semestre de 2021 semble être en bonne voie.

Toutefois, les perspectives optimistes à l'égard des ME reposent sur bien plus que ces simples facteurs à court terme, car ceux-ci coïncident avec des tendances à plus long terme qui font évoluer le contexte sur les ME. Parmi ces tendances figure l'incidence croissante de la numérisation, qui a pour effet de transformer et d'accroître la clientèle, en plus de créer de nouvelles occasions dans les domaines des technologies et de la vente au détail. Le commerce électronique en Chine, en Corée du Sud, à Singapour et au Brésil, par exemple, connaît un essor depuis des années, mais les transactions sont montées en flèche pendant l'épidémie de COVID-19, ce qui devrait – selon nous – se poursuivre au-delà de la pandémie, quoiqu'à un rythme moins soutenu. Dans d'autres ME, surtout parmi les pays de l'Association des Nations de l'Asie du Sud-Est (ANASE) (à l'exception de Singapour) et en Inde, la transition vers le commerce en ligne a été plus lente qu'ailleurs dans le monde, mais le coronavirus pourrait bien stimuler ce phénomène et signer l'avènement d'une véritable ère de numérisation.

### La numérisation ne fait que commencer au sein des pays de l'ANASE

#### Pénétration du commerce en ligne en 2019



Source : Credit Suisse, au 31 décembre 2019.

Parallèlement, une vague de réformes politiques devrait entraîner une embellie des perspectives économiques pour plusieurs des ME, et améliorer leur profil de risque aux yeux des investisseurs. Au Brésil, l'administration Bolsonaro est parvenue à négocier une réforme importante des retraites et des impôts; l'Indonésie a mis en place un ambitieux programme de réforme du travail et des investissements; l'Inde s'est lancée dans une réforme de la politique du travail et de l'agriculture, en plus d'avoir inauguré une initiative « Make in India 2.0 » qui devrait stimuler l'activité du pays. Enfin, la Chine a placé sa « stratégie à double circulation » au cœur de son plan quinquennal pour les années 2021 à 2025. Tout en maintenant l'ouverture de la Chine sur le monde, cette stratégie vise à renforcer le marché intérieur en favorisant la demande nationale au moyen de réformes et d'efforts d'autosuffisance. Elle pourrait ainsi aider à isoler l'économie chinoise en cas de chocs commerciaux, sans toutefois réduire entièrement leur portée. En effet, même si les tensions commerciales et géopolitiques entre la Chine et les États-Unis sont amenées à s'atténuer sous le mandat de Joe Biden, elles ne s'éteindront pas pour autant.



## Actions

Dans les faits, l'économie mondiale a amorcé une phase de démondialisation il y a de cela plusieurs années, ce qui offrira également des occasions aux investisseurs axés sur les ME. À mesure que les grandes entreprises cherchent à réduire le risque lié aux tensions commerciales et à diversifier leurs chaînes d'approvisionnement, les économies asiatiques telles que le Vietnam, les Philippines, la Malaisie et l'Inde, de même que certains pays émergents d'Europe de l'Est, sont susceptibles d'en bénéficier.

Bien entendu, des risques subsistent. Les tensions commerciales pourraient s'accentuer. L'appréciation du dollar américain ou la hausse des taux d'intérêt (deux événements improbables, selon nous) pourraient miner les comptes courants vulnérables des ME. Les engagements politiques visant à soutenir la croissance pourraient vaciller. Voilà pourquoi il importe que les investisseurs se montrent particulièrement attentifs aux facteurs propres à chaque pays, qu'il s'agisse des facteurs à court terme ou de ceux plus durables qui soutiendront les marchés émergents en 2021 et au-delà. ■

*Veuillez consulter la section intitulée « Dénis de responsabilité ».*



**Titres à  
revenu fixe**

## Dans l'attente d'une baisse

**En 2021, les placements alternatifs à revenu fixe seront essentiels pour conserver le capital et produire des rendements dans un portefeuille d'obligations.**

**Andy Kochar, Tristan Sones et David Stonehouse**

Les taux de rendement des obligations d'État pourraient rester dans une fourchette étroite ou même chuter légèrement à court terme, alors que la propagation de la COVID-19 et le risque de fermetures supplémentaires perturbent les marchés. Toutefois, une tendance cyclique baissière – où les taux de rendements des obligations d'État augmentent (et où les prix diminuent) – s'installera vraisemblablement au cours de la nouvelle année, et renforcera ainsi l'importance de détenir un portefeuille de titres à revenu fixe bien choisis et comprenant des placements alternatifs afin d'accroître la protection en cas de baisse et de procurer un potentiel de rendement supplémentaire.

Abstraction faite de l'impact à court terme d'une seconde vague de la pandémie, le cycle économique semble en bonne voie pour connaître une reprise, et l'histoire démontre que les périodes d'expansion en début de cycle sont particulièrement peu éclatantes pour les obligations d'État. Tout au long de 2020, on a observé plusieurs signes prometteurs d'une activité économique réelle. Il semble que la demande se soit accrue : les niveaux de stocks sont peu élevés aux États-Unis, tout comme le coût de l'emprunt, et les taux d'épargnes des consommateurs sont élevés. Ces forces devraient être inflationnistes; alors que les attentes s'intensifient dans ce sens, les taux augmentent. Le plus important, c'est peut-être que la fin de la pandémie pourrait effectivement être en vue. La promesse du déploiement d'un vaccin contre la COVID-19 pendant la première moitié de l'année prochaine est de bon augure pour l'expansion économique des États-Unis (de même que du Canada et du reste du monde). Si l'on ajoute la possibilité que les mesures de relance se poursuivent sur les plans monétaire et budgétaire, l'argument selon lequel les obligations pourraient subir une fluctuation cyclique baissière, à un moment donné en 2021, s'affermît.

Quelle en serait l'ampleur? Au cours des trois dernières décennies, les marchés obligataires ont connu six tendances cycliques baissières, qui se sont étalées sur la majeure partie d'une période de deux ans et les rendements des bons du Trésor à dix ans ont augmenté dans des proportions de 200 points de base en moyenne, selon les données de Bloomberg. Plus récemment, toutefois, ces gains en points de base ont perdu de l'ampleur. Donc, les investisseurs pourraient raisonnablement présumer que



## Titres à revenu fixe

la prochaine fois, les taux de rendement des titres à dix ans s'accroîtront de plus de 100 points de base, sur une période de 18 à 30 mois. Il importe de noter cependant que les dégâts ne seront pas répartis de façon uniforme sur l'ensemble de la courbe de rendements – les obligations à court terme seront moins touchées – et les obligations de sociétés enregistrent généralement de meilleurs rendements que les obligations d'État pendant une période de reprise.

Par conséquent, si les portefeuilles traditionnels de titres à revenu fixe sont plus susceptibles d'enregistrer des rendements légèrement négatifs en 2021, nous pensons que les investisseurs qui opteront pour des placements alternatifs plutôt que pour des obligations d'État seront bien positionnés pour conserver leur capital et maintenir un profil de rendement positif. Les obligations à rendement élevé, par exemple, ont bien performé depuis que les marchés boursiers mondiaux ont atteint un creux en mars et elles ont tendance à bien se comporter lors de fluctuations cycliques baissières des obligations d'État. L'histoire démontre que les obligations convertibles (des instruments de créance qui présentent un potentiel de rendement favorable) surpassent les obligations traditionnelles dans un tel contexte et elles peuvent procurer une diversification au sein de la répartition de titres à revenu fixe, de même qu'une protection contre les effets de marchés boursiers affaiblis.

### Taux de rendement des bons du Trésor à 10 ans des É.-U. (%)



Source : Bloomberg LP, au 30 novembre 2020.

Il devrait aussi y avoir des occasions d'investissement du côté des obligations des marchés émergents (ME). On s'attend à ce que la position adoptée par la Réserve fédérale des États-Unis en faveur des taux d'intérêt accommodants atténue l'appréciation du dollar américain, ce qui aidera les pays des ME assumant une lourde dette en dollars US. De nombreux pays des ME devraient également bénéficier, dans l'ensemble, d'une hausse des prix des produits de base et d'une reprise économique à l'échelle mondiale. De plus, le recours à des produits dérivés qui sont conçus pour procurer des rendements à corrélation négative peut contribuer à protéger le capital et à réduire la volatilité à l'intérieur d'un portefeuille de titres à revenu fixe.



## **Titres à revenu fixe**

En comparaison avec un déclin boursier, qui peut facilement retrancher 30 % du cours d'une action, la fluctuation cyclique baissière touchant les obligations semble manquer d'impact. Ce contraste pourrait inciter des investisseurs à simplement tolérer le risque potentiel d'enregistrer de légères pertes dans leurs portefeuilles de titres à revenu fixe. Toutefois, il semble que peu de raisons justifient le fait de ne pas essayer de faire mieux. Des rendements positifs des titres à revenu fixe sont d'ailleurs tout à fait envisageables en 2021, si l'on sait, en faisant appel à une gestion active réfléchie, se munir d'outils comme ceux mentionnés plus haut. ■

*Veuillez consulter la section intitulée « Dénis de responsabilité ».*



Actifs  
réels

## Des actifs au potentiel bien réel

**Les services renouvelables aux collectivités, les immeubles de bureaux et les infrastructures liées aux déplacements figurent parmi les secteurs d'actifs réels qui sont bien positionnés pour bénéficier d'une reprise économique en 2021.**

**Steve Bonnyman**

Qu'il s'agisse des produits de base, des infrastructures, de l'immobilier ou des services aux collectivités, le rendement des actifs réels en 2021 dépendra d'une reprise économique. Celle-ci sera liée à l'approbation d'un ou de plusieurs vaccins contre la COVID-19, de même qu'à d'autres facteurs connexes, comme une politique monétaire favorable et le maintien de taux d'intérêt réels négatifs. Mais comme toute catégorie hétérogène, l'univers des actifs réels présente des options qui ne bénéficieront pas toutes uniformément de cette issue probable (voire imminente).



**Les investisseurs devront se montrer sélectifs dans leur répartition au sein des actifs réels en 2021, mais qu'ils se rassurent : les occasions pourraient compenser plusieurs des risques, surtout parmi les segments survendus de cette catégorie d'actif.**

**Steve Bonnyman**, Cochef, Recherche sur les actions, et gestionnaire de portefeuille Placements AGF Inc.

Par exemple, les actions et autres « titres à caractère obligataire » dans les domaines des services aux collectivités réglementés et des infrastructures énergétiques s'établiront vraisemblablement à la traîne par rapport aux titres des autres secteurs, alors même qu'ils ont offert un refuge aux investisseurs pendant une grande majorité de la pandémie, au cours de l'année écoulée, en raison des flux de trésorerie prévisibles qu'ils ont procurés. Ce retard sera en grande partie attribuable au manque de momentum du côté des bénéfices prévus lors des premières phases du nouveau cycle économique, ce qui pourrait nuire – tout du moins prochainement – aux valeurs à long terme, qui restent attrayantes du fait de la faiblesse persistante des taux d'intérêt.

D'un autre côté, les services aux collectivités renouvelables et les opérateurs de réseaux devraient profiter d'une conjoncture macroéconomique plus solide et de niveaux de capitaux plus élevés. Quant aux actifs d'infrastructures liées aux



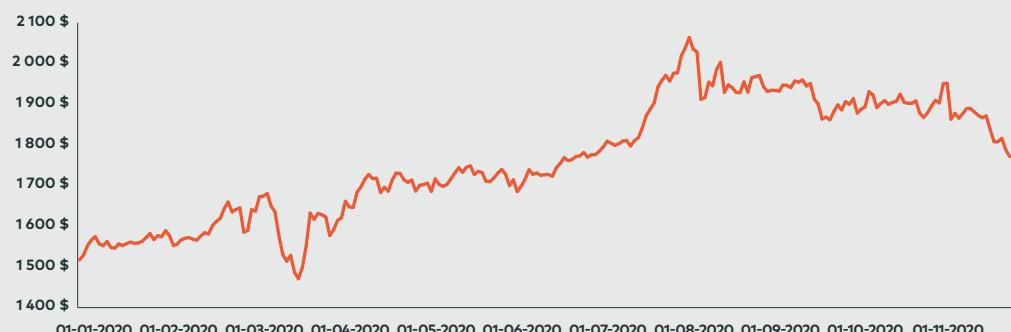
déplacements, tels que les aéroports, les voies ferrées et les routes à péage, ils semblent en bonne posture pour regagner une partie de leur valeur, puisque l'on s'attend à une reprise des voyages et des déplacements professionnels.

Par ailleurs, les perspectives à l'égard des actifs immobiliers sont également étayées par la faiblesse continue des taux d'intérêt : c'est tout particulièrement le cas pour les secteurs des immeubles de bureaux, de l'immobilier et de la vente au détail, dont les titres sont fortement sous-évalués. Si le télétravail ne va vraisemblablement pas disparaître en 2021, du moins pas totalement, ces secteurs lésés devraient se redresser lorsque les conditions économiques seront davantage revenues à la normale.

Enfin, le secteur des produits de base et l'industrie des matériels en général sont tous deux bien positionnés pour profiter d'un rebond de l'économie et d'une reprise subséquente de l'activité industrielle. C'est d'ailleurs ce que montre l'envolée des prix du cuivre ces derniers mois : ce métal sert depuis longtemps de jauge économique, et sa demande à long terme se maintient du fait de son rôle essentiel dans l'électrification au sein des marchés des transports et des services collectifs.

Quant à l'or et aux titres aurifères, les mouvements de fonds pourraient jouer en leur défaveur au début de la reprise, mais la dynamique sous-jacente reste positive. Le cours de l'or pourrait même grimper davantage : l'industrie aurifère s'est efforcée d'accroître sa rentabilité et on s'attend à ce que le dollar américain et les taux réels continuent de peu évoluer, voire à ce qu'ils s'affaiblissent, à court terme.

#### Cours au comptant de l'or (\$US)



Source : Bloomberg LP, au 30 novembre 2020.

Au bout du compte, les investisseurs devront se montrer sélectifs dans leur répartition au sein des actifs réels en 2021, mais qu'ils se rassurent : les occasions pourraient compenser plusieurs des risques, surtout parmi les segments survendus de cette catégorie d'actif. Non seulement les faibles taux favorisent les évaluations d'un bon nombre de ces placements à long terme, mais ils font également l'objet d'un positionnement cyclique relativement faible, aussi bien sur le plan historique qu'au vu de la possibilité croissante d'une forte reprise économique. ■

Veuillez consulter la section intitulée « Dénis de responsabilité ».



Devises

## Le déclin du dollar américain

**Les monnaies des marchés émergents devraient regagner de la vigueur en 2021, mais les devises traditionnellement utilisées comme valeurs refuges pourraient en souffrir.**

**Tom Nakamura**

La transformation de la scène politique aux États-Unis aura une influence considérable quant à la direction que prendront les marchés de change étrangers en 2021. Les mesures budgétaires et monétaires actuelles, de même que l'optimisme croissant à l'idée que la pandémie prendra fin un jour, pourraient aussi contribuer à donner le ton et à hisser les monnaies des marchés émergents (ME) au-dessus des autres.

On s'attend surtout à ce que les monnaies des pays en développement, qui étaient à la traîne l'année dernière, prennent la tête cette année, plus particulièrement celles des pays d'Amérique latine, de l'Europe centrale et orientale, de même que celles du Moyen-Orient et de l'Afrique. Parallèlement, au sein des marchés développés, la couronne norvégienne, le dollar australien et le dollar canadien semblent sur le point de dépasser les devises refuges traditionnelles telles que l'euro, le yen et le dollar américain, que la vigueur accrue a rendues vulnérables ces dernières années, alors que les taux d'intérêt se sont aplatis un peu partout dans le monde.

### Les monnaies de l'Amérique latine contre celles des autres marchés émergents



Source : Bloomberg LP, au 26 novembre 2020. Sur la base d'indices équipondérés. Vous ne pouvez pas investir directement dans un indice.

Bien entendu, une partie des répercussions dépendront du dénouement à Washington, D.C., au cours des prochains mois. Pour l'instant, on espère vivement qu'une nouvelle administration à la Maison-Blanche apaisera une bonne partie de la volatilité issue du désordre caractérisant le mandat du président Trump. Cette réalité est



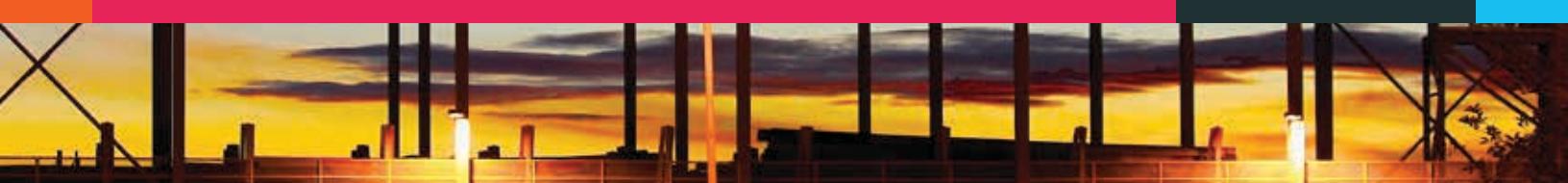
## Devises

particulièrement vérifiable en ce qui concerne la politique et le commerce extérieurs des États-Unis. Il est peu probable que le pays assouplisse sa position au chapitre du commerce, mais l'approche de l'administration Biden devrait inciter davantage à investir à long terme et l'on s'attend à un retour au multilatéralisme diplomatique plus traditionnel. L'accent sera mis sur les objectifs communs qui favorisent de nombreux pays et, par conséquent, de nombreuses monnaies (et non pas un seul pays et au profit d'une seule monnaie), une démarche qui se distingue de celle observée sous le régime précédent.

Parallèlement, la politique exercée sur les plans monétaire et budgétaire en réponse à la pandémie a été d'une ampleur surprenante, mais il sera difficile de la renverser. Une politique monétaire largement favorable s'inscrira probablement dans les habitudes et l'on prévoit que la Réserve fédérale des États-Unis, la Banque centrale européenne et la Banque du Japon (les trois grandes banques centrales) maintiendront une approche très accommodante et qu'elles seraient même disposées à prendre des mesures d'assouplissement supplémentaires si l'économie venait à flétrir. De plus, la politique budgétaire devrait également rester flexible. Aussi, compte tenu du fait que les taux d'intérêt à court terme des trois grandes banques sont restreints à des niveaux très bas, les marchés de change étrangers seront de plus en plus portés par les promesses de croissance.

Cela dit, l'ajout ou la suppression de mesures de relance dépendra de l'évolution de la pandémie. Les progrès en ce qui concerne l'élaboration d'un ou de plusieurs vaccins contre la COVID-19, de même que le processus d'approbation et la distribution joueront un rôle déterminant. L'aboutissement aura sans doute un effet positif sur tous les marchés, mais certains pourraient en bénéficier plus que d'autres. Par exemple, les marchés émergents ont dû protéger leurs populations et leurs économies en versant des fonds afin de soutenir des systèmes sanitaires vulnérables, étant donné qu'une grande partie de leurs habitants vivent dans la pauvreté, et que moins de possibilités de travail à distance s'offrent à la main-d'œuvre. En général, les investisseurs acceptent jusqu'à maintenant cette réalité, mais ces économies devront rapidement retourner à la normale, pour que les actifs des ME, y compris les monnaies, puissent être réévalués le plus tôt possible et que le risque de crédit défavorable soit ainsi atténué. ■

Veuillez consulter la section intitulée « Dénis de responsabilité ».



Alternatifs

## Les trois piliers des créances privées

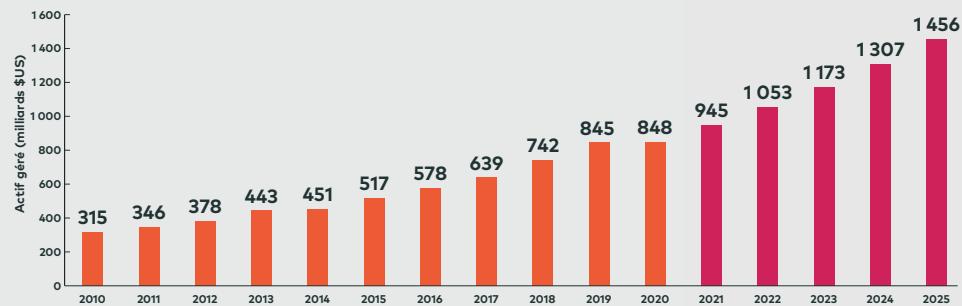
**Les taux d'intérêt, les réglementations et les restructurations des entreprises figurent parmi les catalyseurs susceptibles de stimuler cette catégorie d'actifs alternatifs en 2021 et au-delà.**

Ryan Dunfield

Les créances privées se sont imposées comme une révélation pour les investisseurs, au cours de la dernière décennie. En 2010, cette catégorie comptait 315 milliards \$US d'actifs investis dans le monde, d'après le cabinet de recherche spécialisé dans les investissements alternatifs Preqin. Aujourd'hui, ce chiffre frôle les 850 milliards \$US, mais cela pourrait bien n'être qu'un début. En effet, selon les estimations réalisées par Preqin, les créances privées devraient devenir, au cours des cinq prochaines années, la deuxième catégorie d'actifs alternatifs dont la croissance est la plus rapide (après le capital-investissement) et représenter un actif géré de 1 460 milliards \$US d'ici 2025.

Même si ces prévisions s'avéraient trop ambitieuses, on pourrait difficilement nier l'attrait des créances privées, du moins aux yeux des investisseurs institutionnels et bien nantis qui pourront y accéder. Cet intérêt s'explique en partie par la faiblesse à long terme des taux d'intérêt, ce qui a incité les investisseurs, depuis la crise financière mondiale de 2008, à rechercher inlassablement des actifs à rendement élevé. Cette demande sera sans doute amenée à croître, étant donné que la Réserve fédérale américaine (la Fed) a annoncé plus tôt cette année qu'elle n'avait nullement l'intention de relever prochainement ses taux d'intérêt.

### Actif géré sous forme de créances privées, données et estimations, de 2010 à 2025\*



\* Les données pour l'année 2020 ont été annualisées sur la base des résultats obtenus jusqu'au mois d'octobre. Les données pour les années de 2021 à 2025 correspondent aux prévisions de Preqin.

De même, la possibilité d'investir dans des créances privées devrait se populariser au cours des prochaines années, à mesure que les banques traditionnelles abandonnent les prêts à risque élevé, sous l'effet du durcissement des réglementations mises en place par les gouvernements dans le sillage de la crise financière mondiale. Il s'agit



Alternatifs

certes d'un phénomène d'ampleur mondiale, mais les dynamiques varient selon les régions : par exemple, il est probable que le Canada s'apprête seulement à connaître le recul des banques face aux prêts commerciaux, qui a été déclenché il y a plusieurs décennies; il devra donc rattraper son retard sur les États-Unis et l'Europe, où les fournisseurs de créances alternatives jouent déjà un rôle important sur le marché des prêts commerciaux.

Par ailleurs, l'accès à des emprunts non bancaires découle vraisemblablement des répercussions économiques de la pandémie de COVID-19. Les défaillances et les restructurations des entreprises, par exemple, sont déjà en hausse et devraient – selon la plupart – continuer de se multiplier l'année prochaine, voire au-delà, ce qui devrait créer des occasions, surtout pour les investisseurs spécialisés dans les restructurations ou les créances sinistrées, car ils pourront aider les entreprises à trouver de nouveaux moyens de financer leurs activités, sans qu'elles ne doivent nécessairement bouleverser la structure de leur capital.

Il ne fait aucun doute que les créances privées ont beaucoup à offrir. Cette catégorie d'actif ne convient peut-être pas à tous les investisseurs, mais il y a de fortes chances pour qu'elle soit amenée à jouer un rôle plus prépondérant dans de nombreux portefeuilles diversifiés. ■

*Ryan Dunfield, fondateur et chef de la direction de SAF Group. AGF et SAF Group ont conclu un partenariat exhaustif qui permettra de mettre l'accent sur de nouvelles occasions en matière de titres de créance privées.*

Veuillez consulter la section intitulée « Dénis de responsabilité ».

## Collaborateurs – Catégories d'actifs : Vue d'ensemble



**Steve Bonnyman, MBA, CFA®**

Cochef, Recherche sur les actions,  
et gestionnaire de portefeuille  
Placements AGF Inc.



**Regina Chi, CFA®**

Vice-présidente et gestionnaire de portefeuille  
Placements AGF Inc.



**Ryan Dunfield**

Chef de la direction et  
dirigeant principal  
SAF Group



**Andy Kochar, CFA®**

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



**Tristan Sones, CFA®**

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



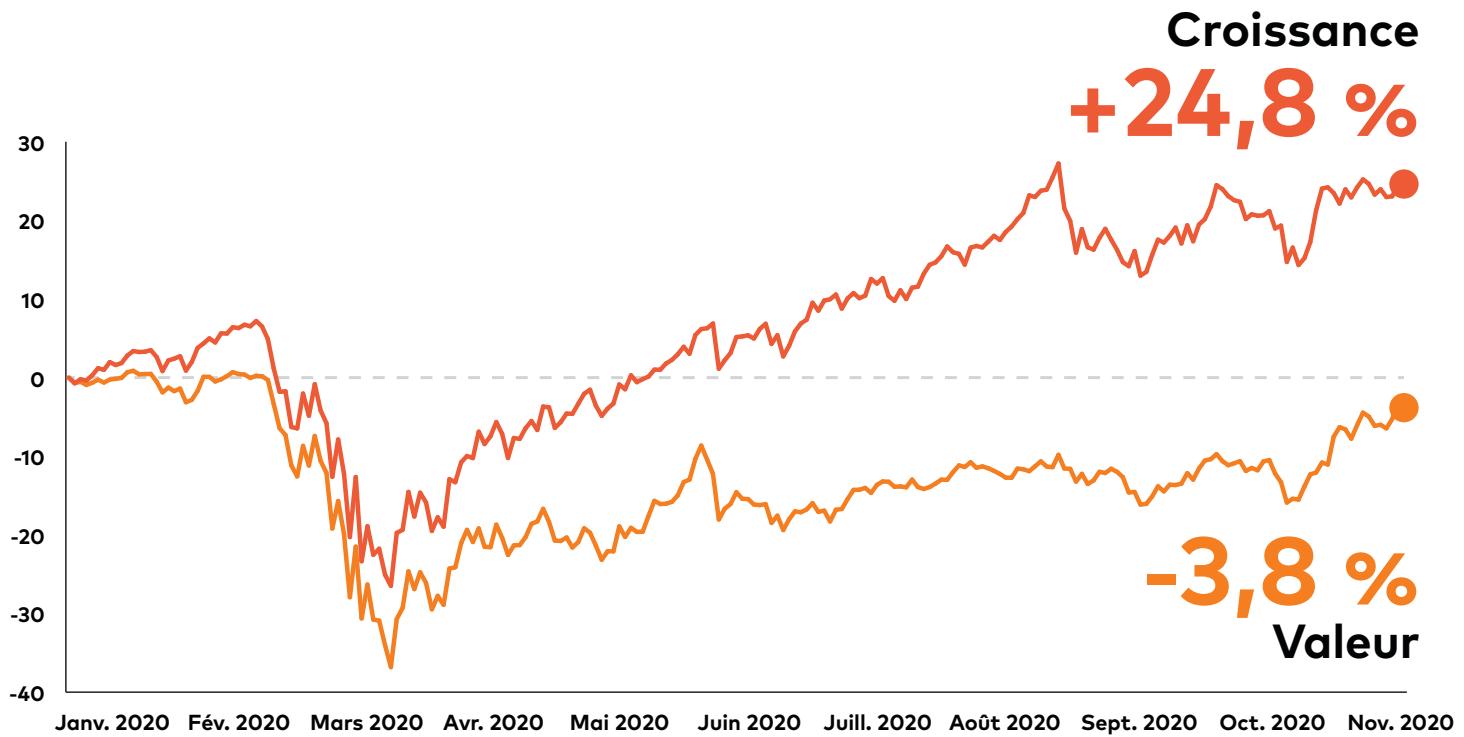
**David Stonehouse, MBA, CFA®**

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

RETOUR SUR L'ANNÉE 2020

# Poussée de croissance

Les rendements boursiers sont en grande partie attribuables à la surperformance des actions de croissance en 2020; mais plus récemment, les actions de valeur ont gagné du terrain.



Source : Bloomberg LP, au 25 novembre 2020. La croissance est représentée par l'indice S&P 500 Croissance. La valeur est représentée par l'indice S&P 500 Valeur. Vous ne pouvez pas investir directement dans un indice.

# Répartition 60/40 : une évolution qui s'impose



Le principe voulant qu'il soit avisé d'investir 60 % d'un portefeuille en actions et le reste en obligations est, depuis des décennies, un élément fondamental de la répartition de l'actif. Cela ne signifie cependant pas que les tenants de ce principe doivent le suivre à la lettre ou respecter strictement la répartition, surtout dans les conditions dynamiques actuelles du marché.

TRISTAN SONES, MARK STACEY ET STEPHEN WAY



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



**Mark Stacey, MBA, CFA®**  
Vice-président principal, cochef des investissements, Investissement quantitatif AGFiQ, chef de la gestion des portefeuilles  
Placements AGF Inc.



**Stephen Way, CFA®**  
Vice-président principal et chef des actions mondiales et des marchés émergents  
Placements AGF Inc.

Les membres de l'équipe de gestion des investissements d'AGF se sont récemment réunis (virtuellement) pour discuter de l'évolution des attitudes et des différents remaniements des portefeuilles 60/40 au fil du temps et pour échanger leurs points de vue sur ce que les responsables de la répartition de l'actif devront prendre en considération à l'avenir.

### Quand avez-vous appris l'existence du principe 60/40 et quelle a été votre première impression?

**STEPHEN WAY (SW)** : J'en ai entendu parler pour la première fois dans le Cours sur le commerce des valeurs mobilières au Canada. À ce moment-là, ce principe ne m'avait pas semblé très logique. Je pensais qu'il s'agissait d'une solution très rigide et simpliste à un problème dont je ne saisissais pas toute l'ampleur. À vrai dire, ma connaissance des placements à cette époque se limitait aux actions; à preuve, je me souviens que le courtier de mon père m'a demandé un jour si je songeais à faire carrière dans les placements en actions ou en titres à revenu fixe, et que je m'étais dit : « les titres à revenu fixe, qu'est-ce que c'est? » Bien entendu, ma vision des choses a changé. La répartition 60/40 s'est avérée être un outil très utile pour constituer un patrimoine à long terme.

**TRISTAN SONES (TS)** : En ce qui me concerne, j'en ai entendu parler pour la première fois vers le milieu des années 1990. Je travaillais à AGF, mais je faisais alors partie de l'équipe des technologies de l'information (TI), et non de celle de la gestion des investissements. Je me rappelle que le questionnaire d'évaluation des risques rempli par les clients mettait en correspondance le profil de l'investisseur et une série de portefeuilles optimisés qui regroupaient tous des actions et des obligations dans des proportions variables selon la tolérance au risque des clients. C'est dans ce contexte que j'ai appris en quoi consistait la gestion des catégories d'actifs selon une

répartition efficace et comment la combinaison des deux types d'actifs pouvait améliorer la répartition globale d'un portefeuille.

**MARK STACEY (MS)** : Ma première impression a été semblable. Ce principe n'a pas eu beaucoup d'effet sur moi lorsque j'ai appris son existence et cela tient en grande partie au fait que j'étais jeune et que mon seul objectif était de faire fructifier mon argent en acquérant des actions. C'était l'époque des chasseurs de titres vedettes et des découvertes de gros gisements aurifères. L'action de Bre-X était un incontournable avant que la fraude boursière de cette société minière éclate au grand jour. Je n'étais pas le seul à penser ainsi. Les investisseurs privilégiaient carrément l'obtention de rendements élevés. On prenait le risque plutôt que de le gérer et l'acquisition d'obligations n'avait pas la cote.

### Quand le bien-fondé du principe 60/40 a-t-il commencé à vous interpeller de manière plus générale?

**MS** : L'effondrement des titres technologiques au début des années 2000 a sans doute été l'événement à partir duquel l'idée de gérer le risque, et non de le prendre simplement, a commencé à germer non seulement dans mon esprit, mais aussi dans celui des investisseurs en général, surtout ceux qui détenaient beaucoup d'actions des point.com et avaient été fortement touchés par leur vente massive. Cependant, je pense que la crise financière mondiale a été l'événement déclencheur qui a cristallisé l'importance de la répartition de l'actif et fait de la répartition 60/40 le principe fondamental qu'elle est aujourd'hui. Bien sûr, les investisseurs institutionnels étaient déjà de fervents adeptes de la répartition de l'actif à cette époque, mais un véritable déclic s'est produit quand les investisseurs individuels en général ont commencé à reconnaître les bienfaits de la diversification, non seulement de leurs placements en actions, mais aussi entre les actions et les obligations.



## Je pense que la crise financière mondiale a été l'événement déclencheur qui a cristallisé l'importance de la répartition de l'actif et fait de la répartition 60/40 le principe fondamental qu'elle est aujourd'hui.

**Mark Stacey**, Vice-président principal, chef des investissements, Investissement quantitatif AGFiQ, chef de la gestion des portefeuilles Placements AGF Inc.

**SW :** Ces deux événements ont forgé toute une génération d'investisseurs. Plus les gens ont pris conscience des avantages de la diversification au cours des dernières années, plus il est devenu évident, selon moi, que les décisions liées à la répartition de l'actif étaient tout aussi importantes – sinon plus – du point de vue du rendement à long terme que les décisions portant sur le choix des actions ou des obligations.

**MS :** Et l'élément le plus important est que les investisseurs conservent leurs placements. La plupart d'entre nous conviendront que les rendements des actions devancent ceux des obligations à longue échéance, mais quand on investit seulement dans des actions et que les marchés boursiers chutent de 50 % à deux reprises en moins de dix ans, il est difficile de maintenir une détermination inébranlable. Par conséquent, le constat qu'un portefeuille comportant une composante d'obligations a contribué à atténuer considérablement les pertes pendant ces deux épisodes est une leçon essentielle à retenir.

**Si le principe 60/40 est mieux accepté par les investisseurs aujourd'hui, la composition des répartitions sous-jacentes qui le caractérise est de plus en plus complexe depuis quelques années. Qu'est-ce qui dicte cette évolution?**

**SW :** La crise financière mondiale a joué un rôle décisif à cet égard. Cette crise a provoqué de vives inquiétudes concernant l'inflation en raison, essentiellement, des

mesures de stimulation colossales qui en ont résulté. Ces craintes ne se sont toutefois pas matérialisées. En fait, la dernière décennie a été dominée par la déflation et, les taux d'intérêt ayant continué de se replier, les investisseurs se sont montrés de plus en plus disposés à prendre des risques plus élevés dans l'espoir d'obtenir des rendements et ont acquis non seulement des titres à revenu fixe, mais aussi des actions. Par conséquent, les répartitions se sont diversifiées, allant des titres de créance à rendement élevé et à ceux des marchés émergents aux actions de croissance à méga-capitalisation, à ce qu'on appelle les « substituts d'obligations » et aux titres peu volatils, plus défensifs.

**TS :** L'augmentation de la tolérance au risque constitue un important facteur dans les répartitions des titres à revenu fixe, à un point tel, dirais-je, que les obligations ont été le plus fortement touchées par le changement apporté à la répartition 60/40. Les obligations détenues par les investisseurs avant la crise financière mondiale étaient essentiellement des obligations d'État de leurs pays. Or, comme les taux d'intérêt ont continué à reculer et les rendements à devenir plus difficiles à obtenir, les investisseurs ont été forcés de chercher ailleurs et d'envisager l'achat d'obligations de sociétés – de qualité et à rendement élevé – et une diversification accrue à l'échelle mondiale, y compris dans des titres de créance des marchés émergents.

**MS :** Évidemment, le volet mondial de la répartition en actions est nettement plus important aujourd'hui. Cela tient en partie, pour le moins au Canada, aux modifications de la réglementation sur le contenu étranger apportées il y a quelques années, qui ont permis aux investisseurs de cotiser à des régimes enregistrés d'épargne-retraite (REER) plus librement sur les marchés mondiaux. Par ailleurs, le constat que la diversification géographique procure en général des rendements non corrélés et a tendance à atténuer la volatilité avec le temps y est aussi pour quelque chose. Malheureusement, les corrélations ne sont pas immuables et de nombreux placements qui font maintenant partie des portefeuilles 60/40 sont devenus plus – et non moins – corrélés ces dernières années, ce qui signifie que les avantages de la

diversification diminuent. Cela s'explique en grande partie par la coordination grandissante des banques centrales et le fait que les taux d'intérêt sont pratiquement nuls presque partout dans le monde.



## **L'augmentation de la tolérance au risque constitue un important facteur dans les répartitions des titres à revenu fixe, à un point tel, dirais-je, que les obligations ont été le plus fortement touchées par le changement apporté à la répartition 60/40.**

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

### **Qu'en résultera-t-il pour le principe 60/40 et la répartition de l'actif?**

**MS :** Ce principe est appelé à évoluer encore plus; on voit déjà ce mécanisme à l'œuvre. Des stratégies centrées sur les placements non traditionnels, soit des positions longues-courtes et des catégories d'actifs alternatifs, par exemple les investissements dans l'infrastructure et le crédit privé, gagnent en popularité pour une raison très simple : ces titres sont peu corrélés aux marchés traditionnels des actions et des titres à revenu fixe. Évidemment, certaines de ces options présentent des risques différents. La liquidité, ou le manque de liquidité, par exemple, est donc appelée à peser davantage dans la détermination des composantes des portefeuilles 60/40.

**SW :** Le principal risque à moyen ou à long terme, aux yeux des responsables de la répartition de l'actif, est l'inflation. Si l'inflation augmente substantiellement, les taux de rendement obligataires vont monter (et les cours des obligations vont chuter) et un large pan

des placements actuels en actions, dont les titres de croissance et les substituts d'obligations, en souffriront vraisemblablement. Il deviendra donc plus impérieux de trouver de nouvelles sources de rendements non corrélées en optant pour d'autres types de placements et en modifiant la répartition des actions et des obligations en faveur de segments de ces catégories d'actifs – les actions de valeur, par exemple – qui ne seront pas touchés par la hausse des taux (toutes autres choses étant égales).

**TS :** Si l'on considère à quel point les rendements obligataires sont faibles depuis longtemps, il est facile de comprendre que de nombreux investisseurs en viennent à s'attendre à ce que leur répartition en titres à revenu fixe leur procure invariablement une appréciation du capital, en plus du revenu standard auquel on est habitué. En réalité, une génération complète d'investisseurs n'a jamais connu de période de hausse des rendements obligataires ni les pertes qui peuvent en découler. Or, cette situation ne peut sans doute pas durer. À un moment donné, la somme des mesures de stimulation adoptées par les banques centrales et les gouvernements devrait se traduire par une croissance mondiale plus solide et une inflation plus élevée. Peut-être pas à court terme et, oui, plusieurs tendances déflationnistes sont encore observées, mais il est un peu étonnant que l'inflation soit aussi faible depuis si longtemps.

**SW :** À l'avenir, il se peut qu'aucun placement ne soit à l'abri des risques. À en juger par l'allure à laquelle la planche à billets fonctionne, les investisseurs en viendront sans doute à s'interroger plus sérieusement sur le gonflement des dettes publiques et la valeur des monnaies fiduciaires. C'est l'une des raisons pour lesquelles l'or est de nouveau prisé en tant que substitut. Prenons comme exemple le Japon. Ce pays est entré en déflation il y a plusieurs décennies même si le ratio de la dette au PIB dépasse 200 % et d'autres pays, comme les États-Unis, pourraient peut-être reproduire ce modèle.

## **Les responsables de la répartition de l'actif devront-ils effectuer des rajustements stratégiques ou des rajustements foncièrement tactiques?**

**SW :** Il est primordial d'envisager les choses d'un point de vue d'abord et avant tout stratégique et de créer des catégories ou des regroupements d'actif sur lesquels les investisseurs pourront compter au fil du temps. Il est clair que ces stratégies comprendront des actions et des titres à revenu fixe; selon toute probabilité, elles incluront aussi des placements alternatifs. De plus, il faudra peut-être faire preuve de créativité à l'égard des pondérations types de chacune de ces catégories d'actif. Par exemple, plutôt que d'utiliser la répartition 60/40 comme norme pour la plupart des portefeuilles, une répartition 70/30 ou une configuration 60/35/5 tenant compte de placements non traditionnels pourrait être le nouveau point de départ. Cela fait penser à la manière dont les portefeuilles 60/40 sont généralement modulés en fonction de motifs démographiques ou de la tolérance au risque individuelle, et rend compte par ailleurs de la réalité grandissante que les investisseurs moyens devront peut-être prendre plus de risques s'ils veulent obtenir le même rendement que dans le passé.



**Il est primordial d'envisager les choses d'un point de vue d'abord et avant tout stratégique et de créer des catégories ou des regroupements d'actif sur lesquels les investisseurs pourront compter au fil du temps.**

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

**MS :** Une fois que la répartition stratégique est établie, les décisions tactiques entrent en jeu. Dans les périodes de volatilité extrême du marché, la capacité de se départir de placements ou d'en acquérir et celle de rééquilibrer globalement un portefeuille peuvent contribuer à atténuer le risque et à augmenter la production d'alpha, mais il faut pour cela avoir à l'esprit une stratégie générale. Sinon, ces tactiques manquent de discipline.

**SW :** L'essentiel est d'avoir mis en place une répartition de l'actif qui évolue selon les conditions sous-jacentes du marché. Les investisseurs disposent ainsi d'une plus grande latitude pour limiter leurs pertes et conserver leurs placements. ■

Veuillez consulter la section intitulée « Dénis de responsabilité ».

# Comment obtenir la couverture (presque) parfaite

---

L'histoire de la stratégie Anti-bêta AGF qui a contribué à protéger les investisseurs des effondrements du marché pendant une décennie.

BILL DeROCHE



**Bill DeRoche, MBA, CFA®**

Chef des investissements et  
chef des stratégies non traditionnelles AGFiQ  
AGF Investments LLC

## Certaines personnes pensaient que nous étions fous.

Il y a plus de dix ans, mon équipe et moi avons eu l'idée d'élaborer une stratégie de couverture différente. Nous nous étions fixés comme objectif de trouver un moyen de tirer parti de certaines caractéristiques du marché boursier reconnues à maintes reprises au cours du siècle dernier. La première caractéristique est la suivante : les actions à faible volatilité surclassent souvent celles à forte volatilité – un fait qui va à l'encontre de l'axiome selon lequel un risque plus élevé génère un rendement plus élevé. La seconde porte sur les baisses et les hausses des marchés. Vu la tendance à la hausse des marchés boursiers au fil du temps, vous pourriez supposer que les périodes de hausse de rendements sont plus spectaculaires que les périodes de baisse. Mais, ce n'est pas vraiment le cas. Dans la pratique, comme le souligne un nombre croissant de publications universitaires au lendemain de la crise financière mondiale, les reculs des marchés tendent à être plus prononcés – et plus importants – que les bonds de ces derniers; et que ces petits bonds s'étaisent généralement dans le temps. Bref, le marché peut s'apprécier sur des années, mais il le fait lentement selon son habitude; et quand il se replie, cela survient rapidement. Autrement dit, le marché monte par l'escalier roulant, mais descend par l'ascenseur.

Comment pourrions-nous alors concevoir une approche en mesure d'aider les investisseurs à profiter de cette anomalie et de cette asymétrie, tout en protégeant leurs portefeuilles du risque d'un effondrement du marché? Notre réponse a été essentiellement la suivante : une stratégie composée de placements alternatifs investissant dans des actions en position longue à faible volatilité (faible bêta) ainsi que dans des actions en position courte à forte volatilité (bêta élevé). Nous avions déterminé que les actions à faible bêta seraient mieux

protégées contre les baisses que le marché en général, mais qu'elles continueraient à générer des rendements, tandis que les actions en position courte à forte volatilité profiteraient des chutes du marché.

Simple, n'est-ce pas? Et cette approche a fonctionné. Nous avons lancé notre stratégie en 2011; celle-ci cherche à évoluer de manière semblable à l'indice Dow Jones U.S. Thematic Market Neutral Anti Beta. Depuis son lancement, la stratégie a toujours enregistré des rendements positifs lorsque le reste du marché reculait. Parmi les exemples les plus récents, soit lors de l'effondrement des marchés en février et mars 2020 à cause de la COVID-19, la stratégie a affiché un résultat de près de 11 % alors que l'indice S&P 500 a dégringolé de plus de 33 %. Voilà exactement ce qu'une couverture de marché est censée faire : protéger et être rentable pendant les événements dits extrêmes. Malgré sa simplicité, notre idée s'est avérée fructueuse au cours de la dernière décennie. Mais le chemin pour obtenir cette couverture quasi parfaite n'a pas été une sinécure – et nous avons eu notre lot de sceptiques.

Lorsque nous avons commencé à réfléchir à la stratégie de couverture à faible volatilité, nous cherchions à développer des outils de portefeuille qui permettraient aux investisseurs de saisir des facteurs purs – des approches qui isoleraient les attributs des actions potentiellement rentables d'autres attributs plus généraux. La valeur, le momentum et la taille de la société (par exemple, petite capitalisation par rapport à grande capitalisation) sont des facteurs couramment appliqués, et nous avons élaboré des stratégies axées sur ces facteurs également. Mais nous avons été particulièrement enthousiasmés par le potentiel du facteur de faible volatilité; néanmoins, comme celui-ci se révélait aussi le plus complexe à déployer en une véritable stratégie, nous avions tout un défi à surmonter.

Nous y avons mis des mois, non seulement à cause de la difficulté technique, mais aussi parce que notre équipe a beaucoup réfléchi sur une question centrale : l'exposition bêta. En le jumelant à d'autres facteurs, comme la valeur ou la capitalisation boursière, l'écart de l'exposition bêta (c'est-à-dire la différence entre la volatilité du marché en général et la volatilité du portefeuille) représentait une question relativement mineure. Mais apparié avec notre stratégie à faible bêta, l'écart se creusait considérablement, au point que l'ensemble du portefeuille pouvait présenter un bêta négatif – il serait donc inversement corrélé avec le marché. En outre, nous étions préoccupés par l'« assurance » que nous offrions aux investisseurs – à l'instar de nombreux experts externes que nous avions consultés et qui nous avaient fait part sans ambiguïté de leur inquiétude à cet égard – car elle constituerait un énorme frein aux portefeuilles des investisseurs lorsque les marchés seraient à la hausse, ce qu'ils font le plus souvent.

Cette question a fait l'objet d'un débat interne sérieux au sein de notre équipe. Nous aurions pu corriger le bêta négatif en modifiant la ventilation des positions longues/courtes de la stratégie et des éléments de trésorerie. Ou nous aurions pu ajouter un élément de prévision à la stratégie – en essayant de choisir les gagnants pour augmenter les rendements lorsque le marché est à la hausse. Pourtant, ces deux « corrections » posaient des problèmes. La prévision aurait rendu notre stratégie moins fidèle au facteur que nous essayions d'isoler; et la réalisation d'un bêta neutre aurait miné notre capacité à exploiter l'asymétrie entre les baisses et les hausses. Nous avions donc décidé de maintenir la stratégie neutre en devises, c'est-à-dire d'investir des actifs de manière équitable parmi les positions longues à faible volatilité et les positions courtes à forte volatilité, même si cela signifiait que le portefeuille résultant posséderait un bêta négatif.

C'était assez radical. Pendant les quelques années qui ont suivi le déploiement de notre stratégie, tout semblait indiquer que nous avions choisi le pire moment.



## Mais notre stratégie reste unique, et elle a résisté à l'épreuve du temps.

À l'époque, le secteur des FNB n'était pas aussi élaboré qu'aujourd'hui et, à cet égard, nous étions probablement en avance sur notre temps. Plus important encore, en 2011, les actions n'étaient qu'à deux ans d'une reprise qui allait durer dix ans. Nous avons longtemps débattu de la question de savoir si nous avions pris la mauvaise décision en adoptant une stratégie neutre en devises, puisque le marché haussier semblait dépasser notre stratégie. Mais nous avons été rassurés, car nous avons vu ce que cette stratégie pouvait faire en période de recul – par exemple, lorsque les craintes de guerres commerciales et de suspension des services publics par le gouvernement américain ont déclenché des baisses de marché et que notre stratégie composée de positions longues/courtes à faible/forte volatilité a porté ses fruits. Et puis, cette année, la pandémie a frappé, et notre stratégie a non seulement protégé le portefeuille contre l'énorme baisse, mais elle a également procuré des rendements solides au pire de la correction.

Depuis que nous avons lancé notre stratégie anti-bêta, la compréhension qu'a le secteur financier de la faible volatilité et de l'anomalie de baisse/hausse s'est approfondie et est devenue plus nuancée. Mais notre stratégie reste unique, et elle a résisté à l'épreuve du temps. Nous avons également constaté qu'elle peut – et c'est souvent le cas – offrir des rendements positifs même lorsque l'ensemble du marché est en hausse; en raison de son exposition aux actions à faible bêta, elle ne constitue pas simplement une couverture inverse de l'indice. Non pas que la stratégie n'ait pas enregistré de mauvais jours : elle a connu sa pire performance d'un jour le 9 novembre 2020, en raison d'un terrible trio de forte hausse du marché, de rotation vers des actions très volatiles et de vague de couverture de positions courtes.

Pourtant, c'est la réalité des opérations de couverture : elles peuvent se faire dans les deux sens.

Il y a dix ans, nous pensions que notre stratégie de valeur allait démontrer qu'elle était la plus profitable; mais aujourd'hui, l'approche anti-bêta a plus que fait ses preuves, tandis que les stratégies de valeur en général ont échoué. Et nous prévoyons d'autres applications. Par exemple, les prix des obligations sont élevés et les rendements faibles – une stratégie composée de positions longues/courtes à faible volatilité pourrait jouer un plus grand rôle au sein des portefeuilles des investisseurs, et ce, dans l'optique de compléter leur pondération de titres à revenu fixe, tout en remplissant une fonction semblable de couverture des actions.

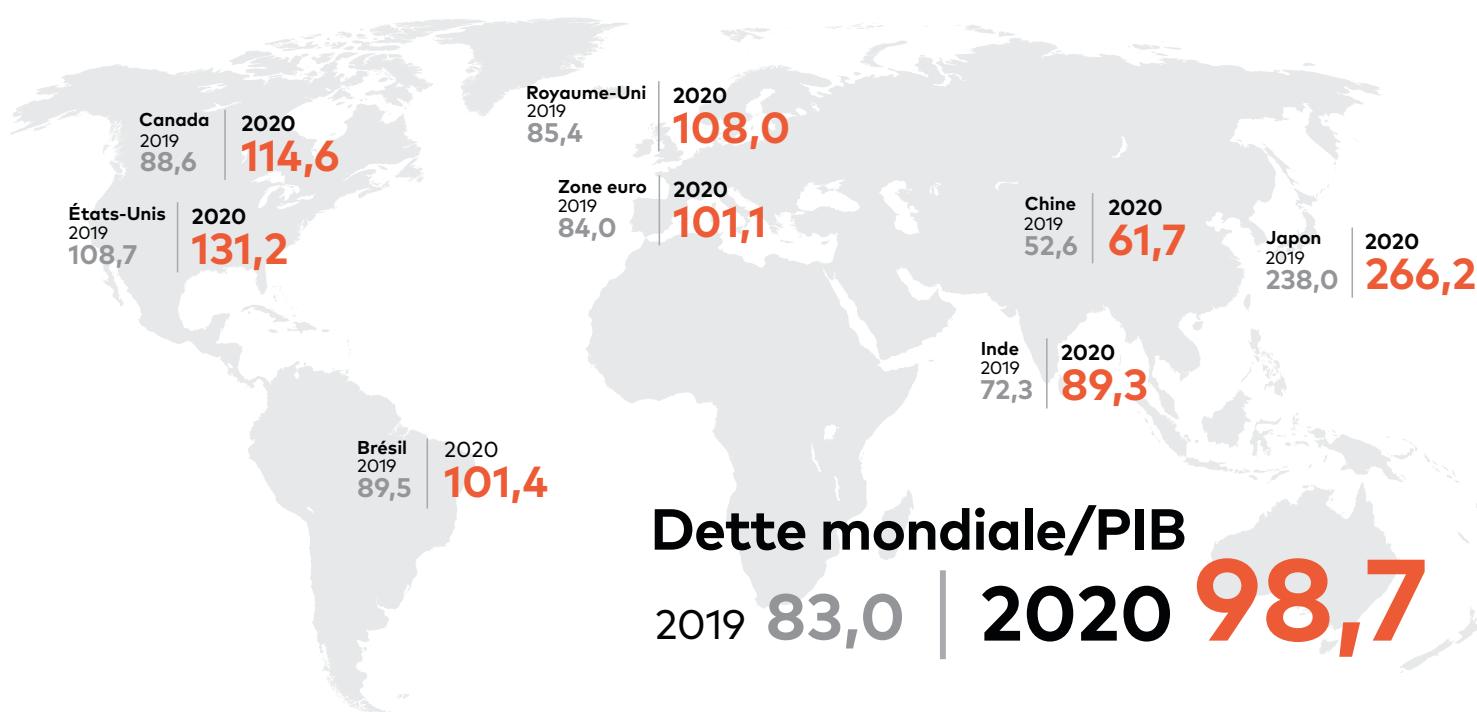
Et l'importance de l'assurance n'a pas disparu. Même si les actions ont rebondi après les jours sombres de la fin de l'hiver, leurs valorisations élevées actuelles ne font que confirmer la sagesse de se protéger contre un autre ralentissement à long terme. Comme l'année 2020 l'a amplement démontré, personne ne peut vraiment voir venir la prochaine crise. Il est donc logique d'établir des défenses avant qu'elle ne se produise.

Ce n'est pas une idée si folle, n'est-ce pas? ■

Veuillez consulter la section intitulée « Dénis de responsabilité ».

# Quoi qu'il en coûte

Les ratios dette/PIB ont explosé en 2020, alors que la croissance économique s'effondrait et que les gouvernements du monde entier relevaient le défi de la pandémie en déployant près de 12 000 milliards de dollars US sous forme de nouvelles mesures de relance budgétaire.



Source : Moniteur des finances publiques, Fonds monétaire international, octobre 2020.



# Les conséquences de la TMM version allégée

---

Ce n'est peut-être pas ce à quoi les puristes aspiraient, mais les politiques budgétaires et monétaires très accommodantes qui sont adoptées dans le monde entier rappellent certainement la théorie monétaire moderne (TMM) et les conséquences pourraient être considérables pour les investisseurs.

ANDY KOCHAR ET DAVID STONEHOUSE



**Andy Kochar, CFA®**

Vice-président, gestionnaire de portefeuille et chef des titres de crédit mondiaux Placements AGF Inc.



**David Stonehouse, MBA, CFA®**

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

Lorsque les historiens économiques se pencheront sur la COVID-19 – et nous espérons qu'ils auront cette possibilité plus tôt que tard – ils souligneront sans aucun doute la rapidité et l'ampleur remarquables avec lesquelles les politiques monétaires et budgétaires ont convergé pour combattre l'impact dévastateur de la pandémie. Les banques centrales, y compris la Réserve fédérale américaine (la *Fed*), ont abaissé les taux d'intérêt à un niveau proche de zéro et ont mis en place une série de programmes de relance extraordinaires. Dans le même temps, les robinets budgétaires ont été largement ouverts. En septembre, selon le Fonds monétaire international (FMI), les gouvernements avaient dépensé près de 12 000 milliards de dollars américains sous forme d'aide directe et de prêts – soit environ 8,5 % du PIB mondial. Et comme les cas de coronavirus réapparaissent dans plusieurs pays développés, les dépenses continueront de grimper.

Des taux nuls? Des dépenses publiques excessives? Des déficits publics en hausse? Et peu d'inquiétude apparente quant à l'augmentation d'une montagne de dettes déjà gigantesque? Dans les grandes lignes, cela ressemble beaucoup à la mise en pratique de la théorie monétaire moderne (TMM). Selon cette théorie autrefois marginale, les gouvernements n'ont pas à se soucier du déficit budgétaire puisqu'ils émettent et contrôlent l'argent – et plus important encore, ils devraient utiliser le déficit budgétaire pour atteindre le plein emploi et un niveau d'inflation acceptable. Avant la pandémie, certains économistes et politiciens « progressistes » avaient commencé à se rallier à la TMM; mais maintenant, toutes les banques centrales et tous les gouvernements semblent adhérer à certains des principes de la TMM pour tenter d'amortir les effets de la pandémie.

Les investisseurs devraient-ils s'en inquiéter? Et quelles pourraient en être les conséquences? À notre avis, la question n'est pas de s'interroger sur le bien-fondé de

**Le déficit budgétaire canadien pour l'exercice 2020 frôle**

**La part du marché des obligations d'État canadiennes détenue par la Banque du Canada pourrait dépasser**

**20 % 50 %** d'ici la fin de 2021 au rythme actuel des achats

Source : Estimations d'AGF, d'après des données de Bloomberg.

ces mesures extraordinaires – quand la maison brûle, on ne compte pas les litres d'eau pour éteindre l'incendie. Et, soyons clairs, la TMM n'est pas (encore) largement répandue dans le monde. Il n'y a pas eu d'approbation sans équivoque de la part de la *Fed* ou d'autres banques centrales; il n'y a pas eu de capitulation explicite de l'indépendance des banques centrales. Jusqu'à présent, nous ne voyons que les aspects les plus pratiques de la TMM mis en application. Dans de nombreuses juridictions, les gouvernements fournissent des « hélicoptères monétaires » – au moyen de paiements directs ou de prêts aux consommateurs et aux sociétés – et soutiennent un certain niveau d'allègement des coûts des hypothèques et des loyers. Pourtant, bien que ces pratiques aient pu être inédites il y a quelques années seulement, rien n'indique que l'économie se dirige vers une véritable remise à zéro séculaire sous la forme, par exemple, d'un allègement généralisé de la dette des consommateurs et des sociétés par les gouvernements.

Appelons donc cela « la TMM version allégée », ce qui ne signifie pas qu'il faut en minimiser l'importance.

On pourrait penser que la réponse à la crise financière mondiale a créé un précédent, mais celui-ci est bien faible en comparaison. À l'époque, les banques centrales avaient dû en grande partie assumer le fardeau de la reprise économique; les mesures budgétaires s'étaient concentrées sur la prévention de la défaillance du système financier, ainsi que sur les infrastructures et d'autres programmes qui n'auraient un impact que sur de nombreuses années. De plus, les mesures monétaires n'avaient pas été uniformes à l'échelle mondiale :

la Banque centrale européenne avait tardé à adopter des politiques accommodantes – elle était beaucoup plus préoccupée par la dette que par la croissance – et avait d'abord pris des mesures d'austérité, au grand détriment de la reprise. Même lorsque les banques centrales avaient mis davantage de moyens en œuvre, par exemple aux États-Unis et au Japon, leurs efforts n'avaient abouti qu'à une décennie d'après-crise marquée par une croissance économique médiocre et des craintes persistantes de déflation.

Cette fois-ci, la dynamique est différente. Les gouvernements injectent des liquidités directement et immédiatement dans l'économie. Les mesures budgétaires et monétaires sont coordonnées à un degré jamais vu depuis la Seconde Guerre mondiale, et l'ampleur des mesures budgétaires éclipse les efforts fournis il y a une décennie. Aujourd'hui, les banques centrales et les gouvernements du monde entier agissent de concert pour stimuler l'économie.



## **Un autre choc sur les marchés financiers pourrait bien pousser les responsables des politiques économiques à aller plus loin sur la voie de la TMM, peut-être pour adopter des mesures telles que le contrôle de la courbe des taux d'intérêt.**

L'impact sur la dette publique et sur les bilans des banques centrales est évident. Aux États-Unis, le déficit budgétaire pour 2020 devrait atteindre 15 % du produit intérieur brut, selon le Congressional Budget Office des États-Unis. Ce niveau dépasse celui enregistré au plus fort de la crise financière mondiale et il s'agit de la proportion la plus élevée depuis la

Seconde Guerre mondiale. L'agrégat M2 (une mesure de la masse monétaire qui comprend les liquidités, les dépôts par chèque et la quasi-monnaie facilement convertible) a augmenté de plus de 24 % depuis le début de l'année, selon la Banque de la Réserve fédérale de Saint-Louis – ce qui donne une idée de la quantité d'argent qui est injectée dans le système. Du côté de la demande, la Fed maintient les rendements bas grâce à un assouplissement quantitatif; d'ici la fin de 2021 (d'après des recherches effectuées par AGF à l'aide de données de Bloomberg), on estime qu'elle détiendra 27 % du marché des obligations d'État américaines. Étonnamment, les chiffres sont encore plus élevés au Canada, où le déficit budgétaire pour 2020 approche les 20 % et où la Banque du Canada détiendra plus de 50 % du marché des obligations d'État canadiennes d'ici la fin de 2021, au rythme actuel des achats.

Pour les investisseurs, cela peut sembler désastreux, car cette situation soulève la perspective d'une inflation galopante et d'une forte dévaluation du dollar américain. Ces scénarios semblent toutefois peu probables, tout du moins à court et à moyen terme. En 2021, selon nous, le billet vert évoluera de façon restreinte, bien qu'avec une tendance à la baisse, car tout revers qu'il essuiera en raison de l'application de la TMM version allégée sera contrebalancé par une croissance économique plus forte. En ce qui concerne l'inflation, nous prévoyons une certaine inflation cyclique (et un marché obligataire baissier cyclique) dans le courant de l'année prochaine, à mesure que l'économie et les prix des matières premières se redresseront après les creux extrêmes de 2020. Les rendements obligataires devraient grimper et la courbe devrait s'accentuer – une évolution que la Fed devrait saluer, car elle pourra peut-être enfin dire au revoir à la désinflation, sa bête noire, du moins pour un temps.

Toutefois, il ne semble guère justifié de redouter une inflation galopante ni, d'ailleurs, d'anticiper une croissance économique débridée pour les années à venir. Les problématiques séculaires – le vieillissement de la population, les tendances technologiques et les niveaux d'endettement massifs – semblent susceptibles de

supprimer ces deux phénomènes, même si une application plus complète de la TMM venait à être mise en œuvre. Et ce que nous avons constaté jusqu'à présent quant à la TMM pourrait ne pas mener à quelque chose de plus extrême; la dynamique actuelle de la politique monétaire et budgétaire pourrait être une sorte de machine en mouvement perpétuel qui finance simplement de plus en plus de dépenses. Les marchés boursiers semblent être devenus assez à l'aise avec cette idée.

Et pourtant, le monde n'est pas statique, comme cette année l'a amplement démontré. Des chocs systémiques se produisent, et apparemment à une fréquence croissante. Un autre choc sur les marchés financiers pourrait bien pousser les responsables des politiques économiques à aller plus loin sur la voie de la TMM, peut-être pour adopter des mesures telles que le contrôle de la courbe des taux d'intérêt (le Japon s'est déjà engagé dans cette voie.) De façon plus générale, il est difficile d'imaginer que les taux d'intérêt puissent baisser éternellement. Des taux nominaux négatifs ne constituent pas une option viable. À un certain moment, si la dette du système économique continue de s'alourdir, les marchés pourraient forcer la main des banques centrales. Il n'y a pas beaucoup de moyens d'assainir la dette, et deux d'entre eux (défaut de paiement et austérité) risquent d'être soit désagréables, soit inefficaces. Il reste donc à sortir l'économie de la dette en la gonflant.

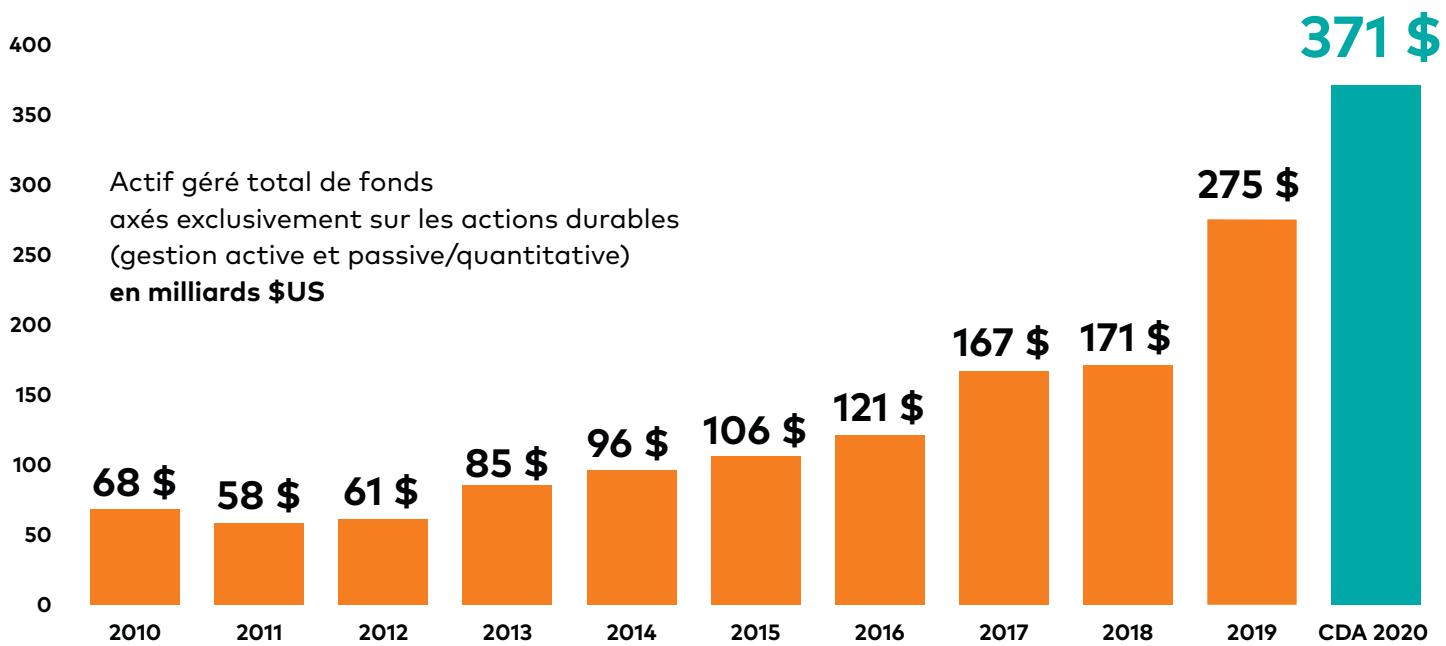
Le danger est double. Premièrement, lorsqu'ils apportent des changements importants, les responsables des politiques monétaires tendent à dépasser leur objectif. En cas d'hyperinflation, les partisans de la TMM affirment que la solution consiste simplement à fermer les robinets budgétaires. Mais cette mesure présente un autre danger : les politiciens disposeront alors d'un pouvoir économique plus important. Seront-ils en mesure de revenir à une politique plus économique lorsqu'ils se heurteront aux garde-fous pour contenir l'inflation? Leur bilan n'est pas encourageant.

Heureusement, il ne s'agit là que de spéculations – et de préoccupations futures. Mais ce jour pourrait bien arriver. Si la crise financière mondiale a révélé la voie vers la théorie monétaire moderne, la pandémie de la COVID-19 l'a pavée. Jusqu'où les responsables des politiques économiques oseront-ils ou devront-ils aller? ■

Veuillez consulter la section intitulée « Dénis de responsabilité ».

# Croissance ininterrompue des ESG

L'actif géré relativement aux stratégies d'investissement durable a continué de croître en 2020.



Source : Stratégie d'actions américaines RBC. Morningstar. Actif géré au 30 septembre 2020.



# La grande transition

---

L'obligation de bâtir une économie plus durable n'a jamais été aussi grande. Voici ce que cela signifie pour les investisseurs.

MARTIN GROSSKOPF





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

*« La finance n'apportera pas de solutions aux changements climatiques, mais bon nombre des investissements et des innovations qui le feront sont à très forte intensité de capital. C'est pourquoi il est crucial que le système financier canalise les capitaux vers les investissements durables les plus prometteurs. »*

Tiff Macklem, gouverneur de la Banque du Canada,  
novembre 2020

L'impact économique et social de la COVID-19 au cours de l'année écoulée est incontestable. L'imposition de mesures de confinement par les gouvernements afin de contrôler la propagation du virus a provoqué l'une des récessions mondiales les plus profondes et les plus brutales de l'histoire moderne. Mais l'incidence à long terme de cette maladie sur la société et sur les marchés financiers pourrait s'avérer encore plus importante en raison de son influence sur la manière dont nous traitons d'autres problèmes systémiques tels que le changement climatique. La pandémie a mis en lumière l'ampleur et l'urgence de nos maux environnementaux et sociaux, et a renforcé la nécessité auprès des gouvernements, des investisseurs et des chefs d'entreprise de diriger plus efficacement les capitaux vers les entreprises qui offrent des solutions à ces problèmes complexes.

Bien sûr, ce faisant, il devient d'autant plus difficile d'envisager un contexte d'investissement qui n'est pas sensiblement différent de ce qu'il est aujourd'hui. L'accélération de la transition du capital vers des activités et des modèles d'entreprise qui adoptent la durabilité et la résilience dictera probablement les rendements du marché dans les années à venir.

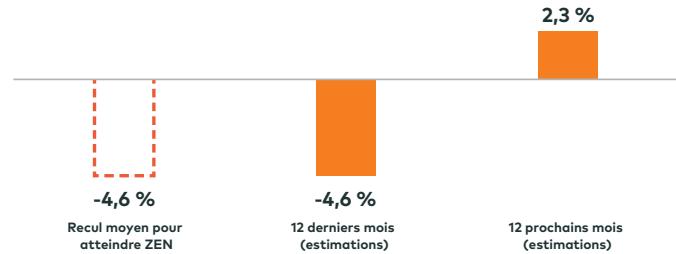
Prenons l'Accord de Paris de 2015 comme point de départ. Dans le cadre de cet accord, les gouvernements

du monde entier avaient convenu de limiter le réchauffement climatique à deux degrés Celsius – voire moins – et d'atteindre l'objectif de zéro émission nette (ou « ZEN ») (c'est-à-dire d'absorber la même quantité de carbone que celle émise) d'ici 2050. L'entente repose essentiellement sur la science du changement climatique et vise à éviter bon nombre des pires scénarios qui pourraient se produire relativement aux catastrophes météorologiques potentielles.

Mais l'année écoulée a démontré que pour avoir une chance raisonnable d'atteindre cet objectif en 2050, l'ampleur de la réduction des émissions devra être phénoménale.

Par exemple, les confinements résultant de la COVID-19 ont permis de réduire de seulement 4 à 5 % les émissions mondiales de carbone. Ainsi, il faudrait maintenir ce niveau de réduction chaque année pour pouvoir réaliser l'objectif à long terme de ZEN en 2050.

#### Variation annuelle des émissions mondiales totales



Source : UBS Research, septembre 2020.

Bien que cela semble improbable en pratique, cette ampleur décourageante démontre l'urgence d'une action réglementaire accrue. Sous l'influence du *Pacte vert pour l'Europe*, par exemple, les gouvernements du monde entier ont commencé à cibler leurs mesures de relance, s'adressant d'abord aux activités « vertes » telles que les énergies renouvelables, les véhicules électriques et l'efficacité des bâtiments, mais aussi, de plus en plus, aux activités dites « de transition ». Ce dernier objectif

est beaucoup plus vaste que le premier et englobe les industries à forte intensité de carbone qui peuvent ou non survivre dans une économie verte. Il s'agit notamment d'industries qui font tellement partie intégrante de notre vie quotidienne qu'elles ne peuvent pas être simplement fermées et doivent plutôt faire l'objet d'une transition vers des émissions plus faibles, ce qui nécessite une reconfiguration de l'ensemble des chaînes d'approvisionnement et des processus de production.

Alors que les investisseurs, les émetteurs et les prêteurs commencent à mesurer l'ampleur des changements nécessaires, les occasions sont devenues tout aussi importantes que les risques. Comme nous le proposons depuis longtemps (et comme le souligne M. Macklem, gouverneur de la Banque du Canada – se reporter à la citation au début du présent article), les capitaux amenés par les gouvernements commenceront à être investis dans des activités plus durables, et ce, aux dépens de celles qui portent une grande empreinte environnementale. Ces flux s'accéléreront en raison de la crainte d'un changement climatique non atténué, mais aussi vu la course relative au leadership technologique dans les domaines des énergies renouvelables, des batteries, des véhicules électriques, de l'efficacité des bâtiments, de l'hydrogène et des biomatériaux.

Un « expert » en finance durable pourrait préciser ces domaines de transition. Après tout, ceux-ci sont spécifiquement environnementaux par nature et peut-être prévisibles. Cependant, la COVID-19 met également à nu d'autres domaines sociaux en pleine transition.

Considérons l'inversion amorcée avant la pandémie du rapport de force en faveur des gouvernements plutôt que des actionnaires – les 12 000 milliards de dollars américains déployés aux fins de la relance mondiale, selon le Fonds monétaire international, ont exposé l'incapacité des marchés à orienter les capitaux de manière à assurer la résilience face à une catastrophe naturelle majeure ou à une crise sanitaire comparable. Entre temps, en un peu plus d'une décennie depuis la crise financière mondiale,

une intervention accrue des gouvernements, sous forme d'hélicoptères monétaires et de premiers pas vers un revenu de base universel (théoriquement de nature temporaire, mais qui sera probablement réexaminé lors de la prochaine crise), semble maintenant inévitable.

Une faible part des fonds alloués à ce jour s'attaque aux causes profondes de la pandémie, c'est-à-dire à un virus qui a été transmis de l'animal à l'homme (comme peuvent l'être 60 % des plus de 1 400 maladies infectieuses connues, selon un article paru le 22 mai dans la revue *Foreign Affairs*), ce qui laisse une marge de manœuvre suffisante aux investissements qui le font – ainsi qu'à ceux qui contribuent à renforcer la résilience pour faire face aux conséquences. Les scientifiques ont déjà longuement étudié l'interaction entre l'insécurité alimentaire, la dégradation de l'environnement et la propagation des pandémies, et les Nations unies ont directement abordé cette interaction lors de l'établissement d'objectifs de développement durable (ODD), qui fournissent une feuille de route à plus long terme aux gouvernements et aux investisseurs. En fait, entre 2014 et 2019, la population connaissant une certaine forme d'insécurité alimentaire est passée de 22,4 % à 25,9 % selon l'Organisation mondiale de la santé. Voilà une statistique surprenante étant donné que les ODD ont été lancés en 2015; mais elle expose, dans le présent contexte de pandémie, l'idée fausse en vertu de laquelle le protectionnisme peut réellement isoler les citoyens de la responsabilité d'agir et d'investir dans un esprit mondial.



**... la pandémie a exposé l'idée fausse en vertu de laquelle le protectionnisme peut réellement isoler les citoyens de la responsabilité d'agir et d'investir dans un esprit mondial.**

En outre, la transition pourrait également décrire le système de pensions qui s'adapte à contrecœur à des taux d'intérêt historiquement bas et à l'impact de rendements réduits. Un taux de chômage systématiquement plus élevé, associé à un taux d'épargne plus élevé et à des rendements plus faibles, exercent des pressions qui ne s'atténueront probablement pas à la suite des augmentations incessantes des allocations passives en période de taux d'actualisation de zéro.

De même, les concepts de la retraite dans l'après-COVID intégrés dans certaines interprétations de la responsabilité fiduciaire devront certainement changer. Les retraités sont parmi les plus vulnérables à la mondialisation des risques sanitaires et environnementaux. Une définition étroite de la santé financière fondée sur la certitude des revenus ne peut pas compenser les risques relatifs aux actifs (propriétés de retraite, etc.) ou à la santé (qualité de l'air, pandémie, etc.).

Notre transition vers une économie plus durable n'est évidemment pas une tâche facile et, sous toutes ses formes, elle nécessitera une nouvelle réflexion, des capitaux additionnels, une prise de risque accrue et une plus grande urgence si nous voulons qu'elle réussisse. Il a peut-être fallu la tragédie d'une pandémie mondiale pour nous l'apprendre et pour mettre en lumière le précepte qu'« il ne faut jamais gaspiller une bonne crise ». ■

Veuillez consulter la section intitulée « Dénis de responsabilité ».

# Les secteurs cycliques en début de cycle

---

Au cours des dernières années, les investisseurs se sont concentrés sur les occasions et les risques associés à une économie en phase avancée. Mais aujourd'hui, dans le sillage de la récession provoquée par la pandémie, l'attention s'est tournée vers les perspectives d'une nouvelle expansion économique et les sphères du marché qui devraient être les plus avantagées dans cette conjoncture. Ainsi, voici quatre secteurs qui pourraient jouer un rôle plus important au sein des portefeuilles l'an prochain.

RICHARD FISHER, JAMIE MADDOCK, JEAN-SÉBASTIEN NADEAU ET ANGELA RHODEN



**Richard Fisher, M. A. (Écon.)**

Cochef, Recherche sur les actions,  
et analyste des actions  
Placements AGF Inc.



**Jean-Sébastien Nadeau, MBA, FRM, CFA®**

Analyste du crédit  
Placements AGF Inc.



**Jamie Maddock, Ph. D.**

Analyste des actions mondiales  
Placements AGF Inc.



**Angela Rhoden, CFA®**

Analyste des actions mondiales  
Placements AGF Inc.



## FINANCE

# Compter sur les banques

**Richard Fisher**

Le meilleur moment pour posséder des titres financiers est généralement pendant la phase de croissance émergente d'un cycle économique et 2021 ne devrait pas faire exception à la règle. La récession déclenchée par la COVID-19 a fortement déprimé les valorisations des titres de ce secteur. Cependant, une fois qu'un vaccin sera approuvé et largement distribué, plusieurs éléments favorables devraient se manifester, entraînant notamment une réévaluation et une hausse, en 2021, des valeurs financières sensibles au crédit.



**Une fois qu'un vaccin sera approuvé et largement distribué, plusieurs éléments favorables devraient se manifester, entraînant notamment une réévaluation et une hausse, en 2021, des valeurs financières sensibles au crédit.**

**Richard Fisher**, Cochef, Recherche sur les actions,  
et analyste des actions  
Placements AGF Inc.

dépasser la compression des marges – on s'attend à ce qu'elle se stabilise l'an prochain en regard de la courbe de rendement plus prononcée cette année. La qualité du crédit, quant à elle, semble être sur le point d'émerger comme un autre atout important si les divers programmes de report de prêts servent à atténuer les pertes sur prêts et si l'accumulation de réserves pour pertes sur prêts – qui s'est accrue en 2020 – est comptabilisée dans les bénéfices. Enfin, l'interdiction temporaire d'augmentation des dividendes et d'offre de rachats d'actions appliquée plus tôt cette année aux grandes firmes devrait être levée, ce qui pourrait donner un nouvel élan au secteur.

Si la réévaluation des valeurs financières peut s'avérer importante, le facteur déterminant de la croissance des bénéfices de base reste la politique actuelle des banques centrales en matière de taux d'intérêt à zéro. Au sein du secteur, les banques et les sociétés de crédit à la consommation semblent les plus attrayantes à l'aube de 2021. Les valorisations déprimées des sociétés d'assurance vie devraient également être réévaluées, mais le secteur réagit mieux à des niveaux absolus de taux d'intérêt plus élevés qu'à une accentuation de la courbe des taux de rendement. Les gestionnaires d'actifs et les courtiers devraient, en outre, bénéficier de meilleurs flux et de niveaux d'actifs plus élevés, mais rester exposés à des pressions séculaires sur les marges.

Sur le plan géographique, les investisseurs devront également faire des choix éclairés. Par exemple, en Amérique du Nord, les États-Unis pourraient avoir un avantage sur le Canada, où les consommateurs plus endettés pourraient entraîner une reprise économique plus lente.

Le regain de confiance des emprunteurs et la demande accrue de prêts à mesure que les conditions économiques se normalisent comptent parmi ces conditions avantageuses. À leur tour, les revenus d'intérêts devraient



MATÉRIELS

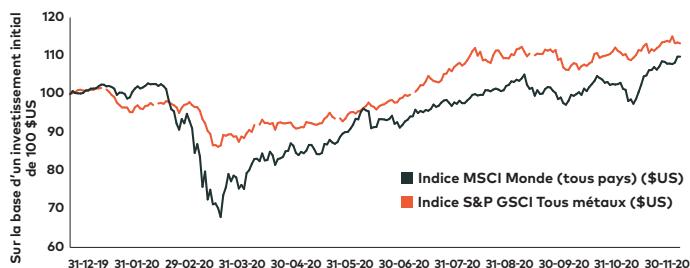
## Super (nouveau) cycle des matières premières?

Jamie Maddock

Les titres de métaux de base et de métaux précieux semblent attrayants à l'approche de 2021, mais pas seulement en raison de l'impact positif qu'une reprise cyclique de l'économie devrait avoir sur la demande mondiale de matières premières. D'autres facteurs, y compris les importantes mesures de relance des gouvernements et les nouvelles initiatives écologiques correspondantes, sont également en jeu et, lorsqu'ils sont combinés aux déficits actuels de l'offre et de la demande dans un contexte de dollar américain vulnérable, ces catalyseurs pourraient finir par provoquer le prochain super cycle des matières premières.

En fait, la reprise cyclique de la demande de matières premières a déjà commencé après un arrêt temporaire au début de 2020, au plus fort de la pandémie de COVID-19. Par exemple, les prix du cuivre, du minerai de fer et du palladium ont enregistré des rendements à deux chiffres depuis le début de l'année jusqu'en novembre et, dans chaque cas, ont dépassé l'indice MSCI Monde (tous pays).

### Rendement des métaux précieux et des métaux industriels



Source : Bloomberg LP, au 25 novembre 2020. Vous ne pouvez pas investir directement dans un indice.

Mais cette reprise de la demande dans l'après-COVID reflète également l'élargissement de l'attention mondiale portée aux politiques sociales et environnementales des gouvernements. Du nouveau plan de croissance quinquennal de la Chine au *Pacte vert pour l'Europe*

en passant par le nouveau plan de relance vert potentiel du président élu Joe Biden, l'accent est plus que jamais mis sur la modernisation des infrastructures; ainsi, le passage consécutif à une utilisation de plusieurs sources d'énergie plus verte est exceptionnellement favorable à certaines matières premières telles que le cuivre et le palladium, ainsi que le lithium, le cobalt, le nickel et le zinc. Dans le même temps, bon nombre de ces matières premières sont déjà en pénurie, après des années de sous-investissement depuis le dernier boom des matières premières.

En attendant, la simple augmentation des mesures de relance du gouvernement, plus particulièrement aux États-Unis, pourrait entraîner une nouvelle dévaluation du dollar américain, déjà vulnérable. Dès lors, cela pourrait créer une chaîne de réaction positive menant à une hausse encore plus importante des prix des matières premières. Et si l'inflation est un anathème pour beaucoup, elle représente un risque extrême qui n'a jamais été aussi élevé depuis des décennies, les métaux et le pétrole offrant deux des meilleures couvertures potentielles aux investisseurs pour se protéger.



CONSOMMATION DISCRÉTIONNAIRE

## À votre guise

Jean-Sébastien Nadeau

Comme d'autres secteurs cycliques en début de cycle, celui de la consommation discrétionnaire a une longue tradition de rendements élevés au lendemain de récessions. Cela a été vrai pour les marchés du crédit et des actions au fil des ans; et pourtant, étant donné la nature inhabituelle de l'arrêt économique imposé par le gouvernement cette année, il ne faut pas s'attendre à ce que tous les sous-secteurs obtiennent des résultats aussi bons cette fois-ci.

Par exemple, les constructeurs de maisons se sont déjà rapidement rétablis après la chute enregistrée en mars. Cela s'explique en partie par le fait que les prix de l'immobilier sont restés relativement stables tout

au long de la pandémie, tandis que les saisies ont été limitées grâce aux multiples initiatives mises en place par le gouvernement. La faiblesse du taux d'accès à la propriété, l'amélioration de l'accessibilité financière grâce à des taux d'intérêt plus bas et la poursuite de la construction de logements – qui n'a pas été directement touchée par la pandémie – ont également aidé ce sous-secteur à se rétablir plus rapidement que les autres. En fait, le marché du logement américain a si bien résisté à la crise que le taux d'accès à la propriété s'est accéléré au cours des premières semaines de l'épidémie et n'a pas beaucoup diminué depuis lors.

Si cela peut être de bon augure pour les constructeurs de maisons, d'autres sous-secteurs tels que les loisirs, les jeux et l'hébergement, qui n'ont pas récupéré aussi rapidement, pourraient finir par représenter de meilleures occasions en 2021. Bien entendu, les revenus dans ces trois domaines ont subi les contrecoups des mesures de confinement et de distanciation sociale adoptées dans plusieurs juridictions en 2020. Plus récemment, cependant, chacun s'est mobilisé à la nouvelle que trois vaccins contre la COVID-19 ont montré une grande efficacité lors d'essais et pourraient bientôt être approuvés par la Food and Drug Administration des États-Unis. Plus particulièrement, les compagnies de croisière, les chaînes de cinémas et les sociétés de jeux ont enregistré des rendements solides ces derniers temps et elles devraient, en moyenne, continuer à prospérer une fois que ces vaccins seront mis à la disposition de l'ensemble de la population.

Cela ne signifie pas pour autant que des rendements plus élevés sont une évidence. Et, au moins du point de vue du crédit, il serait préférable pour les investisseurs d'attendre un recul avant de choisir d'accroître leur participation à ces domaines. En fin de compte, les liquidités et les bilans relativement sains devraient demeurer en tête des préoccupations des investisseurs à la recherche de meilleures occasions parmi ces sous-secteurs. Après tout, certaines sociétés pourraient ne pas survivre à la pandémie, mais celles qui y parviendront seront probablement plus performantes que les autres.



## BIENS INDUSTRIELS

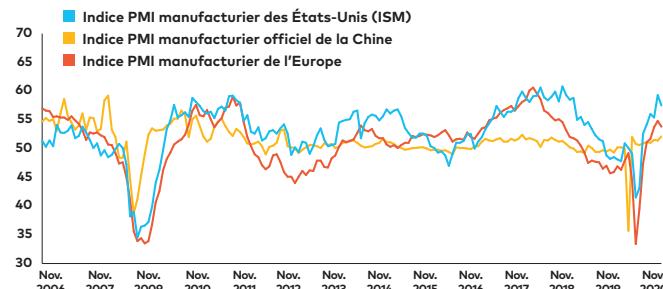
# Retour de l'activité manufacturière

Angela Rhoden

Si le secteur des biens industriels a rebondi après les creux atteints en mars dernier, il reste bien placé pour se démarquer en 2021, grâce à une forte croissance des bénéfices, au potentiel de révisions positives des estimations et aux valorisations relativement attrayantes de certains sous-secteurs.

Les indices mondiaux des directeurs d'achat (indices PMI) se sont fortement redressés et les matières premières comme le cuivre laissent présager une forte reprise de l'activité économique. La présente phase du cycle économique favorise généralement les biens industriels, faisant état d'une accélération dans de nombreux marchés finaux que le secteur dessert. Une reprise de l'activité économique devrait à son tour soutenir une forte croissance des bénéfices des sociétés de biens industriels en 2021.

## Indices PMI : Reprise solide



Source : Markit, ISM, Morgan Stanley Research, au 30 novembre 2020. Un résultat de l'indice supérieur à 50 représente une expansion. Un résultat inférieur à 50 représente une contraction.

Les estimations des sociétés industrielles qui ont particulièrement bien géré le creux et amélioré leur structure de coûts pourraient également être révisées à la hausse. Ces sociétés sont en mesure de réaliser des marges plus élevées que prévu, ce qui devrait susciter une surperformance.

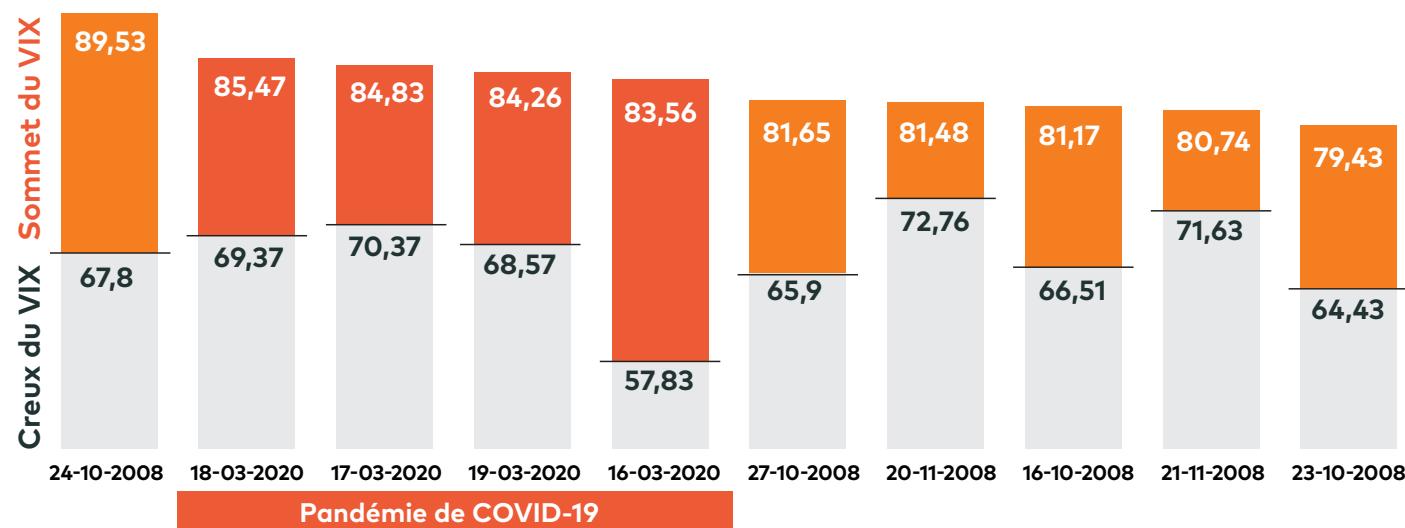
Au sein du secteur, les occasions les plus importantes se trouvent probablement dans les sous-secteurs cycliques, tels que la machinerie, qui se négocient au rabais par rapport au marché tout en offrant une croissance relativement solide des bénéfices. Certaines sociétés de biens d'équipement exposées à l'accélération des marchés finaux et à des domaines de croissance structurels tels que l'automatisation industrielle présentent également des occasions.

Certes, l'imposition de nouveaux confinements pose un défi à court terme quant au rythme de la reprise économique et pourrait attiser la volatilité à court terme. Toutefois, le potentiel croissant de l'approbation d'un vaccin pourrait contribuer à renforcer la confiance des investisseurs et permettre au marché de regarder au-delà de toute pause qui entrecoupe la reprise. ■

*Veuillez consulter la section intitulée « Dénis de responsabilité ».*

# Le marasme du mois de mars

L'indice de volatilité CBOE (VIX) a atteint, au début de 2020, des niveaux jamais vus depuis la crise financière mondiale.



Source : Bloomberg LP, au 30 novembre 2020. Vous ne pouvez pas investir directement dans un indice.

# Leçons de négociations tirées de la pandémie

---



Les négociateurs ont vécu une année fort mouvementée – et davantage pour ceux qui ont été contraints de travailler à domicile. Mais plus que tout, la crise de la COVID-19 a renforcé les réalités d'un environnement de marché en constante évolution ainsi que les tactiques et les outils nécessaires pour garantir que chaque transaction est exécutée de la meilleure manière possible.

JOHN CHRISTOFILOS



**John Christofilos**

Vice-président principal et chef du Bureau des négociations,  
et Stratégie opérationnelle, Gestion de placements  
Placements AGF Inc.

## Ne pas tenir les liquidités pour acquises

Les liquidités sont vitales pour les marchés et les négociateurs en ont besoin, dans le meilleur comme dans le pire des cas, mais elles peuvent aussi être insaisissables – surtout en cas de crise – et cette année n'a pas fait exception. En fait, lors de l'effondrement remarquable des marchés dans les premiers jours de la pandémie, les liquidités se sont faites extrêmement rares et les écarts entre les cours acheteur et vendeur se sont considérablement creusés, même pour les plus importantes actions de premier ordre et pour bon nombre des fonds négociés en bourse (FNB) les plus populaires. Pendant cette période, les négociateurs ont dû faire preuve d'une discipline de fer et, bien souvent, le meilleur plan d'action a consisté à attendre que des occasions plus favorables se présentent ou à ne rien faire du tout. Mais assez vite, les liquidités sont revenues sur le marché et les écarts se sont pour la plupart normalisés depuis l'été, permettant de conclure efficacement et en temps opportun des transactions. Cet état de fait est en grande partie attribuable aux achats d'actifs à grande échelle et aux plans de relance exécutés par la Réserve fédérale américaine au plus fort de la crise. Toutefois, ce retour des liquidités peut également s'expliquer par la montée des « Robin des bois », ou des investisseurs de détail qui ont inondé le marché boursier dès le début de la crise économique et ont représenté jusqu'à 25 % du volume quotidien de l'indice S&P 500 en 2020, contre 8 % en moyenne l'année précédente, selon Citadel, un teneur de marché américain.

## Se tourner vers l'analyse technique lorsqu'il y a absence de fondamentaux

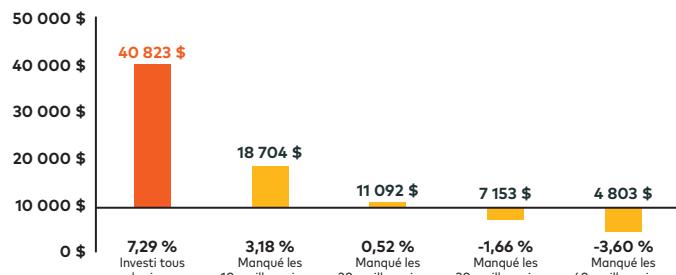
L'un des plus grands défis que les investisseurs ont dû relever en 2020 a été le manque d'information en lien avec les fondamentaux des sociétés. Une fois que la

pandémie a frappé et que l'économie s'est arrêtée, il est devenu de plus en plus difficile de se fier aux projections de bénéfices établies, et de nombreuses sociétés ont cessé d'offrir des lignes directrices, sachant que leur rentabilité future était trop incertaine. Par contre, pendant cette période les investisseurs pouvaient toujours s'appuyer sur l'analyse technique – devenue un outil encore plus essentiel pour comprendre la direction que prendraient potentiellement les marchés. Plus particulièrement, les moyennes mobiles, les lignes de tendance et les stochastiques ont été – et demeurent – un excellent moyen d'investir par étapes (*legging in*) dans des positions et de choisir les points d'entrée et de sortie lors de l'exécution de transactions à grande échelle. Bien entendu, rien de ce qui précède ne signifie que l'on ne peut pas se fier aux fondamentaux, loin de là. Mais les décisions relatives aux négociations qui tiennent également compte des aspects techniques peuvent s'avérer plus intéressantes.

## Se méfier de la stratégie de synchronisation des marchés

C'est un vieux adage, mais qui mérite d'être répété en cette année marquée par la reprise la plus rapide de l'histoire du marché baissier : *mieux vaut être présent sur le marché que d'essayer d'être présent sur le marché*. Certes, cela ne signifie pas que les investisseurs s'en tirent mieux s'ils ne font rien en temps de crise, mais, pour citer un autre vieux adage, *la patience est une vertu* et le fait d'investir ou se retirer par étapes est souvent la meilleure approche lorsque la volatilité est accrue.

**Une somme de 10 000 \$ investie dans l'indice de RG S&P 500 (\$US) pour une période de 20 ans terminée le 30 novembre 2020**



Source : Service de l'exploitation AGF, au 30 novembre 2020. À des fins d'illustration seulement. Vous ne pouvez pas investir directement dans un indice. Les rendements antérieurs ne garantissent pas les résultats futurs.

**Maintenir tous les canaux de communication ouverts**

De nos jours, il est rarement nécessaire de s'adresser directement à un courtier/négociateur pour pouvoir effectuer une transaction. À une époque où la technologie règne en maître, il suffit généralement de cliquer sur une souris d'ordinateur – et c'est une bonne chose, compte tenu de la nécessité de travailler à distance cette année. Il n'en reste pas moins que, dans certains cas, il est préférable de passer un coup de fil. C'est certainement le cas quand il s'agit de transactions de taille importante qui, lorsqu'elles sont effectuées électroniquement, risquent souvent d'être remplies par plusieurs ordres à des prix variables ou de ne pas être remplies du tout si des ordres à cours limités sont en place. Un appel peut également peser dans la balance lors de la négociation de certains FNB dont les écarts entre les cours acheteur et vendeur peuvent se creuser considérablement entre l'ouverture et la clôture des marchés, ce qui entraîne une incertitude périodique quant à leur valeur par rapport aux titres sous-jacents. Mais le plus grand avantage est peut-être lié au sentiment. Le ton et l'inflexion de la voix d'un courtier/négociateur peuvent être d'une valeur inestimable pour déterminer le degré de motivation de l'autre partie dans le cadre d'une transaction, ce qui conduit à une meilleure prise de décision et à une meilleure exécution du prix.

**Accepter la « mesure de la peur »**

La volatilité des marchés revêt une connotation négative auprès de nombreux investisseurs, mais ce n'est pas quelque chose qu'ils peuvent éviter ou simplement ignorer. Il importe plus que jamais de prêter attention à l'indice de volatilité du CBOE (VIX), ou « mesure de la peur », comme certains l'appellent. En règle générale, un niveau de VIX inférieur à 20 a coïncidé avec une mentalité suggérant une tolérance au risque dans le passé, alors qu'un niveau de VIX supérieur à 40 a signifié le contraire. Et cette année n'a pas fait exception à la règle. Le VIX est monté en flèche pour dépasser la barre des 80 au plus fort de la chute des marchés en mars et atteindre son niveau le plus élevé depuis la crise financière mondiale, mais il est tombé en dessous de 40 en avril et y est resté plus ou moins tout au long de la reprise. En surveillant son évolution, les investisseurs peuvent être mieux placés pour profiter des occasions d'investissement qui se présentent. ■

Veuillez consulter la section intitulée « Dénis de responsabilité ».

# Dénis de responsabilité

---

Les points de vue exprimés dans ces articles 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 de l'information disponible au 8 décembre 2020. Ils ne devraient pas être considérés comme des conseils en matière de placement, une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières. Nous avons pris les mesures nécessaires pour nous assurer de l'exactitude de ces commentaires au moment de leur publication, mais cette exactitude n'est pas garantie. Nous invitons les investisseurs à consulter un professionnel des placements.

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.

<sup>MC</sup> Le logo AGF est une marque de commerce de La Société de Gestion AGF Limitée et est utilisé aux termes de licences.

## Les trois piliers des créances privées (pages 18-19)

Ryan Dunfield, fondateur et chef de la direction de SAF Group. AGF et SAF Group ont conclu un partenariat exhaustif qui permettra de mettre l'accent sur de nouvelles occasions en matière de titres de créance privées.

Les points de vue exprimés dans cet article sont fournis à titre de renseignements d'ordre général et sont fondés sur de l'information disponible au 8 décembre 2020. Ils ne devraient pas être considérés comme des conseils en matière de placement, une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières. Les spéculations ou les convictions énoncées à propos d'événements futurs, tels que les conditions du marché ou de l'économie, des rendements de titres ou des performances de sociétés, ou toute autre prévision représentent le point de vue de son auteur et ne reflètent 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. 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 AGF n'accepte aucune responsabilité pour des décisions d'investissement prises par des individus et découlant de l'utilisation ou sur la foi des renseignements contenus dans ce document. Toute projection financière est fondée sur les opinions des auteurs et ne constitue pas une prévision. Les énoncés prospectifs et les opinions peuvent évoluer en fonction de la situation économique et sont assujettis à un certain nombre d'incertitudes qui pourraient amener les résultats réels à différer considérablement de ceux mentionnés dans les énoncés prospectifs. Nous invitons les investisseurs à consulter un professionnel des placements.

Date de publication : le 8 décembre 2020.



**Placements AGF Inc.**

Tour Banque Toronto-Dominion  
66, rue Wellington Ouest  
31<sup>e</sup> étage  
Toronto (Ontario) M5K 1E9

**Site web :** AGF.com

**Courriel :** Tigre@AGF.com

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

Date de publication : le 8 décembre 2020.