

HORIZONS AGF

PERSPECTIVES 2022

Tout est
à la hausse



Table des matières



03 | Tout est à la hausse

KEVIN McCREADIE



07 | Vue d'ensemble : Six décennies d'évolution des marchés



09 | Catégories d'actifs : Vue d'ensemble

Actions STEPHEN WAY

Titres à revenu fixe TRISTAN SONES

Devises TOM NAKAMURA

Actifs réels STEVE BONNYMAN

Alternatifs RYAN DUNFIELD



24 | Avec ou sans la Chine

REGINA CHI



28 | La grande transition réexaminée

MARTIN GROSSKOPF

» *Vidéo : Guide de l'investisseur sur l'intégration des facteurs ESG* MAX ZEHRT



31 | Le dilemme que posent les titres à revenu fixe

DAVID STONEHOUSE

» *Vidéo : Le lien qu'il fallait pour l'investissement durable dans des titres à revenu fixe* ANDY KOCHAR



36 | Infrastructures modernes

BILL DEROCHE, MARK STACEY, GRANT WANG



40 | Rencontre du passé et du présent : l'évolution et les perspectives du marché boursier canadien

BOB FARQUHARSON, MIKE ARCHIBALD



44 | Et si l'inflation persistait – ou la stagflation s'installait?

DILLON CULHANE, RICHARD FISHER, ANGELA RHODEN, STEPHEN DUENCH ET ABHISHEK ASHOK



49 | Six réflexions sur la politique et ses répercussions potentielles sur les marchés

GREG VALLIERE



Tout est à la hausse

L'année 2022 devrait à son tour s'avérer solide pour l'économie mondiale et les marchés financiers. Toutefois, la hausse continue généralisée – qu'il s'agisse des prix de l'épicerie, des salaires, ou possiblement des taux d'intérêt et des impôts – pourrait également soulever le spectre d'une volatilité accrue et finir par jouer sur la trajectoire des rendements des investissements, au cours des 12 prochains mois.

KEVIN MCCREADIE



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

En 2021, la pandémie de COVID-19 est restée une force majeure qui a façonné les marchés financiers. Quant au « variant préoccupant » qui vient d'être découvert, Omicron, il a clairement déstabilisé les investisseurs ces derniers jours. Toutefois, si l'on exclue la possibilité d'une nouvelle propagation importante du virus, qui obliguerait à refermer des pans tout entiers de l'économie mondiale, on peut affirmer sans hésiter que le poids de la COVID-19 sur notre bien-être physique, mental, financier et social s'est considérablement allégé depuis le sommet de la crise, il y a bientôt deux ans. Mais dans l'esprit des investisseurs du moins, la pandémie devrait continuer de laisser place aux effets économiques secondaires qu'elle a provoqués.

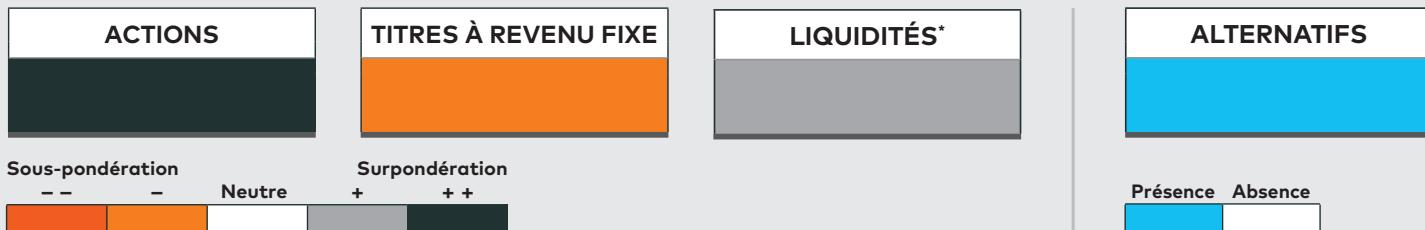
Rien n'illustre mieux ce changement de préoccupation que notre obsession actuelle pour l'inflation, laquelle a atteint des niveaux inégalés depuis des décennies et pourrait bien désormais représenter la principale menace pour les portefeuilles des investisseurs. Certes, l'économie est sans doute plus vigoureuse aujourd'hui, à l'aube de 2022, qu'elle ne l'a été depuis des années, mais on s'inquiète de plus en plus de la trajectoire que pourrait suivre la croissance à

l'avenir, surtout si les pressions inflationnistes persistent longtemps dans la nouvelle année.

Ces inquiétudes s'expliquent en partie par la hausse des prix des produits essentiels du quotidien, tels que les provisions, l'essence et les sources d'énergie destinées au chauffage domestique, ce qui pourrait finir par peser sur la demande de biens et de services de consommation discrétionnaire, qui aide à alimenter la croissance des bénéfices dans la plupart des économies. Mais l'appréhension est peut-être avant tout liée à la perspective d'une hausse des taux d'intérêt, si l'inflation continue de gagner du terrain. Le problème relèverait alors moins de la *répartition* que de la *réduction* de la demande, car les coûts de base augmenteraient pratiquement pour tout le monde – aussi bien les consommateurs que les petites et les grandes entreprises –, ce qui éroderait le pouvoir d'achat et le potentiel de gain.

Voilà pourquoi l'attention se tourne autant vers la Réserve fédérale américaine (la Fed) et d'autres banques centrales, ces jours-ci. Plusieurs pays des marchés émergents ont déjà relevé leurs taux afin de combattre

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^{er} octobre 2021. Selon un portefeuille avec une répartition de l'actif de 60/40 (actions/titres à revenu fixe). Aux fins d'illustration seulement.

l'inflation galopante, mais la plupart des pays des marchés développés n'ont pas encore sauté le pas. Pour sa part, la *Fed* affirme désormais que l'inflation se maintiendra plus longtemps que prévu aux États-Unis, même si elle estime que le niveau devrait retomber près des 2 % au fil du temps. La banque centrale américaine reste donc réticente à l'idée de rehausser prochainement son taux directeur à un jour, voire à l'idée de le relever tout court en 2022, et ce, en dépit des marchés, qui prévoient deux hausses des taux l'année prochaine, dont une première, vraisemblablement à la fin du printemps.

À l'inverse, la Banque du Canada (BdC) devrait se conformer aux attentes des marchés en relevant son taux directeur au premier trimestre de 2022. Néanmoins, même si la date approximative de la première hausse depuis 2018 devrait correspondre aux prévisions, la BdC est bien loin du nombre d'augmentations que certains prévisionnistes suggèrent pour 2022.



Nous recommandons la prudence aux investisseurs en ce début d'année 2022, mais non pas au détriment de l'optimisme.

Bien sûr, la question de savoir qui aura raison jouera un rôle déterminant sur les marchés, au cours des prochains mois. Dans une certaine mesure, la réponse dépendra de la capacité qu'auront les chaînes d'approvisionnement mondiales à se rétablir, après des mois de perturbations causées par les pénuries de main-d'œuvre et d'interruptions des processus de fabrication, du fait de la pandémie. Toutefois, il se pourrait que le recul de l'inflation – auquel cas les banques centrales n'auraient pas nécessairement à relever leurs taux – tienne aussi bien à l'évolution des salaires qu'à la résolution des problèmes d'approvisionnement : si les troubles observés sur les chaînes d'approvisionnement vont finir par se résorber d'ici quelques mois, la hausse des coûts de la main-d'œuvre n'est pas aussi facile à corriger et elle peut se traduire par une inflation nettement plus persistante.

Certes, l'inflation n'est pas toujours un phénomène néfaste pour les marchés. À vrai dire, elle pourrait même devenir relativement bénéfique sur le plan économique, si elle ralentissait un tant soit peu et qu'elle s'accompagnait d'une hausse progressive et mesurée des taux d'intérêt, sans entrave pour la croissance au fil du temps.

Cependant, les investisseurs ne peuvent pas exclure les dangers que peuvent entraîner des prix obstinément élevés. Ils ne doivent pas non plus ignorer, du moins pas totalement, la possibilité de voir la stagflation s'installer. Nous avons peu de raisons de croire à un effondrement de la croissance économique d'ici les 12 prochains mois, mais il est envisageable que celle-ci puisse décélérer, après avoir connu un rythme d'expansion effréné au cours de l'année écoulée. Ce fléchissement pourrait avoir lieu, même si les taux d'intérêt n'augmentent pas comme prévu, ou que le variant Omicron ne paralyse que marginalement l'activité économique dans le monde.

Hormis ces deux obstacles potentiels, la croissance mondiale devrait se poursuivre, sans que les gouvernements n'aient besoin d'intervenir davantage sur le plan budgétaire. Parallèlement, de nombreux programmes de relance que ceux-ci ont mis en œuvre au cours des deux dernières années pourraient se traduire par une hausse des impôts. De son côté, la Chine – la deuxième économie à l'échelle mondiale – représente elle aussi un frein potentiel à la croissance mondiale, non seulement parce qu'elle reste aux prises avec des problèmes de production liés aux pénuries d'énergie et de matériaux, mais également en raison de sa politique de tolérance zéro à l'égard de la COVID-19 et du durcissement continu des mesures de répression dans plusieurs des secteurs clés de son économie.

Autrement dit, nous recommandons la prudence aux investisseurs en ce début d'année 2022, mais non pas au détriment de l'optimisme. Même si l'année à venir devrait être caractérisée par une croissance économique plus modérée et par une volatilité accrue sur les marchés, elle sera également définie par des niches d'occasions favorisées par ce genre d'environnement. Les marchés boursiers, par exemple, semblent susceptibles de poursuivre leur progression au cours des 12 prochains

mois, mais ils pourront difficilement renouer avec la vigueur qu'ils ont connue en 2021.



Cependant, les investisseurs ne peuvent pas exclure les dangers que peuvent entraîner des prix obstinément élevés. Ils ne doivent pas non plus ignorer, du moins pas totalement, la possibilité de voir la stagflation s'installer.

Par conséquent, nous sommes d'avis qu'il reste sage de privilégier les actions par rapport aux titres à revenu fixe, dans le cadre d'un portefeuille 60/40, pour l'instant. Nous pensons tout particulièrement que des régions comme le Japon et l'Europe recèleront des occasions intéressantes, et que les sociétés de qualité seront généralement mieux positionnées pour affronter la possibilité d'une hausse des taux d'intérêt et d'un ralentissement de la croissance.

Il ne faut pas pour autant négliger les titres à revenu fixe. Au contraire, si les obligations d'État risquent d'éprouver des difficultés en cas de hausse des taux, elles demeurent un outil important de stabilisation pendant les épisodes de volatilité. Par ailleurs, les sources non traditionnelles de rendement, y compris le crédit privé, peuvent aider à prendre la relève et à réduire les pertes.

De façon générale, les investisseurs ont beaucoup de paramètres à considérer à l'approche de cette nouvelle année, y compris la possibilité de voir l'inflation s'intensifier, les taux d'intérêt remonter, les impôts s'alourdir et la volatilité s'accroître sur les marchés. Toutefois, tant que ces hausses restent modérées au cours des 12 prochains mois, nous avons de bonnes raisons de croire que les rendements des investissements progresseront, eux aussi. ■

Veuillez consulter la section intitulée « Dénis de responsabilité ».

Vue d'ensemble : Six décennies d'évolution des marchés

Historique des principales statistiques se rapportant à l'économie et aux marchés des États-Unis, présenté à l'occasion du 65^e anniversaire d'AGF, qui aura lieu en 2022.

Au cours des 12 derniers mois, l'économie mondiale et les marchés financiers ont enregistré des résultats parmi les plus solides des dernières années. Aux États-Unis, par exemple, la croissance du PIB devrait atteindre – selon certains – une moyenne annualisée de 5,5 % en 2022, alors que le taux d'inflation dans le pays est récemment monté jusqu'à 6,2 % et que le taux de chômage a chuté à 4,6 %. Par ailleurs, l'indice S&P 500 a progressé de 23 % entre le début de 2021 et le mois de novembre, le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans tourne autour de 1,35 % –

soit 40 points de base de plus que l'année dernière – et les prix du pétrole et de l'or se maintiennent à 65 \$US le baril et à 1750 \$US l'oncée, respectivement.

Toutefois, aussi impressionnantes que ces chiffres puissent paraître, la véritable question est de savoir comment ils se comparent à ceux des périodes précédentes. Après tout, le fait d'avoir une vue d'ensemble peut favoriser l'atteinte

des objectifs de placement. Voici donc six décennies de statistiques économiques et financières, mettant en lumière les diverses conditions de marchés dans lesquelles AGF et ses clients ont manœuvré depuis la création de la Société, laquelle célébrera ses 65 ans d'existence en avril.

Les chiffres suivants sont fondés sur des moyennes et, lorsqu'il y a lieu, arrondis au montant en dollars le plus proche.



	4,5 %	CROISSANCE DU PIB
	4,7 %	TAUX DE CHÔMAGE
	2,5 %	INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION

8,6 %	INDICE DE RG S&P 500
4,9 %	RENDEMENT DES BONS DU TRÉSOR AMÉRICAIN À 10 ANS
	\$ 3
	\$ 36



	3,2 %	CROISSANCE DU PIB
	6,4 %	TAUX DE CHÔMAGE
	7,4 %	INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION

7,4 %	INDICE DE RG S&P 500
7,5 %	RENDEMENT DES BONS DU TRÉSOR AMÉRICAIN À 10 ANS
	\$ 11
	\$ 161



	3,1 %	CROISSANCE DU PIB
	7,2 %	TAUX DE CHÔMAGE
	5,1 %	INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION

18,0 %	INDICE DE RG S&P 500
10,3 %	RENDEMENT DES BONS DU TRÉSOR AMÉRICAIN À 10 ANS
	\$ 26
	\$ 415



	3,2 %	CROISSANCE DU PIB
	5,7 %	TAUX DE CHÔMAGE
	2,9 %	INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION

18,9 %	INDICE DE RG S&P 500
6,4 %	RENDEMENT DES BONS DU TRÉSOR AMÉRICAIN À 10 ANS
	\$ 20
	\$ 346



	1,9 %	CROISSANCE DU PIB
	5,8 %	TAUX DE CHÔMAGE
	2,5 %	INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION

1,2 %	INDICE DE RG S&P 500
4,2 %	RENDEMENT DES BONS DU TRÉSOR AMÉRICAIN À 10 ANS
	\$ 48
	\$ 572



	2,3 %	CROISSANCE DU PIB
	5,9 %	TAUX DE CHÔMAGE
	1,8 %	INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION

14,0 %	INDICE DE RG S&P 500
2,4 %	RENDEMENT DES BONS DU TRÉSOR AMÉRICAIN À 10 ANS
	\$ 69
	\$ 1,336

Source : Placements AGF Inc., au 30 novembre 2021, selon des données provenant de sources diverses : Ned Davis Research, Bloomberg L.P., U.S. Bureau of Economic Analysis, U.S. Bureau of Labor Statistics, la Réserve fédérale de St. Louis, et la Réserve fédérale de Philadelphia. Veuillez consulter la section des déniers de responsabilité pour prendre connaissance de la divulgation complète.

Catégories d'actifs : Vue d'ensemble



Actions



Titres à revenu fixe



Devises



Actifs réels



Alternatifs

STEVE WAY, TRISTAN SONES, TOM NAKAMURA, STEVE BONNYMAN, RYAN DUNFIELD



Actions

Les actions reposent sur des assises solides

À l'approche de la nouvelle année, l'Europe et le Japon comptent parmi les régions qui présentent les occasions les plus intéressantes sur les marchés développés

Stephen Way

Les marchés boursiers mondiaux semblent en mesure d'entamer l'année 2022 de pied ferme, étayés par des facteurs positifs. La croissance du PIB devrait excéder la tendance, puisque le nombre croissant de personnes vaccinées permet d'élargir la réouverture de l'économie mondiale et que les sociétés reconstituent leurs stocks épuisés à la suite de la pandémie (des efforts qui s'étaleront probablement sur plusieurs années). Les dépenses en capital pourraient augmenter, car les sociétés investissent dans des technologies perturbatrices et accroissent leur productivité – moteur clé de la croissance économique – pour se protéger contre les pénuries de main-d'œuvre et la hausse des salaires que de nombreuses sociétés ont connues pendant la pandémie. De plus, la politique budgétaire devrait soutenir les perspectives de croissance à long terme, entre autres grâce aux dépenses en infrastructures et autres projets nécessitant du capital sur le long terme tels que la transition énergétique verte et autres investissements axés sur la durabilité.

La toile de fond de la politique monétaire évolue, mais elle devrait également s'avérer favorable. Bien que plusieurs programmes de rachats d'actifs prennent fin en 2021 et en 2022, les bilans de nombreuses banques centrales devraient encore augmenter de 4,2 % en moyenne, au premier semestre de 2022, selon des recherches de Credit Suisse. Les conditions monétaires devraient rester très accommodantes, même si la Réserve fédérale américaine et d'autres grandes banques centrales venaient à majorer leurs taux au second semestre de 2022 ou au début de 2023. Qui plus est, les écarts quant au crédit aux entreprises resteront probablement faibles, ce qui soutiendra davantage les actions.

En revanche, le spectre de l'inflation se dresse en impondérable. Aux États-Unis, la montée surprise de cette donnée a fait grimper les prix à leur plus haut niveau en 30 ans, et elle pourrait grandement préoccuper les marchés plus longtemps que ne le prévoient de nombreux intervenants sur les marchés. Plusieurs facteurs peuvent contribuer à une hausse plus soutenue de l'inflation :

- Politiques monétaires et budgétaires accommodantes;
- Coûts plus élevés découlant de la démondialisation, tels que la délocalisation intérieure et la relocalisation;
- Hausse des prix du logement, et par conséquent des prix des loyers (une composante importante des indices des prix à la consommation);



Actions

- Augmentation des coûts de la main-d'œuvre en raison de perturbations à la chaîne d'approvisionnement et de prestations versées en lien avec la pandémie qui ont provoqué une hausse du taux de départs et du nombre de postes à pourvoir ainsi qu'une baisse des taux de participation au marché du travail;
- Coûts de transport plus élevés; et
- Accroissement des coûts connexes aux facteurs ESG, tels que la décarbonisation.

Certains de ces facteurs devraient commencer à s'estomper en 2022, mais ils constituent toujours des risques. Les sociétés qui ne sont pas en mesure de transmettre leurs coûts plus élevés aux consommateurs continueront de voir leurs marges subir des pressions et le cours de leur action de probablement reculer. Alors que les principales banques centrales doivent composer avec le taux d'inflation le plus élevé depuis 30 ans, le risque de commettre une erreur quant à la politique augmente considérablement. Bon nombre des banques centrales continueront de faire l'objet d'un examen minutieux, car l'évolution de l'inflation restera vraisemblablement un facteur déterminant pour l'économie, la politique monétaire, les taux d'intérêt et les prix des actifs.



L'Europe est en voie de devenir une des régions les plus performantes en ce qui concerne les actions, car les attentes en matière d'inflation et de rendements obligataires augmentent, en raison de la nature plus cyclique de l'économie européenne.

Une amélioration de la croissance économique et une inflation plus élevée que prévu pourraient faire augmenter les rendements des obligations, accentuer la courbe de rendement et accélérer la normalisation de la politique. Dans une telle conjoncture, les participants aux marchés pourraient continuer de délaisser les sociétés extrêmement spéculatives (p. ex., les sociétés non rentables ou très endettées) pour se tourner vers celles de qualité supérieure avec des flux de trésorerie stables et plus réguliers. Cependant, une hausse modeste des taux d'intérêt laisse encore une marge de manœuvre aux sociétés de croissance pour enregistrer de bons rendements.

L'Europe est en voie de devenir une des régions les plus performantes en ce qui concerne les actions, car les attentes en matière d'inflation et de rendements obligataires augmentent, en raison de la nature plus cyclique de l'économie européenne. La Banque centrale européenne demeure la plus prudente des grandes banques centrales; par conséquent, ses politiques monétaires et budgétaires pourraient étayer les actions de cette région. Les évaluations des titres européens restent les plus intéressantes en plus de dix ans, selon des données de Bloomberg, tandis que l'environnement politique reste stable, comme l'illustre la baisse du soutien populaire aux partis dits eurosceptiques.



Actions

Le Japon figure toujours parmi les régions ayant la cote. Le taux de vaccination de sa population a maintenant dépassé celui de la plupart de ses pairs à l'échelle mondiale, et la croissance de son PIB en 2022 devrait avantageusement dépasser la tendance.

Le Japon conserve le levier d'exploitation le plus élevé de toutes les régions, les révisions des bénéfices y sont devenues positives et les évaluations restent très favorables.

En 2022, la Banque du Japon devrait maîtriser sa courbe de rendement tout comme sa politique de taux d'intérêt négatifs, selon l'énoncé de politique de l'institution, et cette situation devrait appuyer les titres japonais malgré la désexpansion monétaire qui se poursuit du côté des obligations du gouvernement et des rachats d'actifs à risques.

Ailleurs, toutefois, nous estimons que les risques géopolitiques demeurent élevés.

En 2022, les démocrates pourraient perdre le pouvoir au Congrès à la suite des élections de mi-mandat aux États-Unis, tandis que les marchés émergents traverseront plusieurs cycles électoraux qui pourraient semer le désordre et rehausser les niveaux d'incertitude économique et de volatilité sur les marchés. Les relations entre les États-Unis et la Chine devraient rester tendues, bien que l'administration Biden puisse utiliser l'allégement tarifaire pour réduire les craintes d'inflation au pays. Les relations pourraient également s'améliorer si les États-Unis engagent la Chine à discuter de questions plus importantes, comme les conflits technologiques, en préconisant une approche multilatérale, plutôt que la démarche unilatérale adoptée par l'administration Trump. ■

Veuillez consulter la section intitulée « Dénis de responsabilité ».



**Titres à
revenu fixe**

Déjà prêts pour des hausses de taux?

Bien que les majorations des taux soient dans l'ensemble actualisées dans les prix des obligations des marchés développés, la volatilité récemment observée est bien installée.

Tristan Sones

L'économie mondiale s'est fortement redressée depuis son creux atteint en 2020 sous l'effet de la pandémie de COVID-19, surtout pendant le premier semestre de 2021. Néanmoins, au cours des derniers mois, l'inflation a grimpé de manière spectaculaire, et semble moins « transitoire » que ce que de nombreux participants aux marchés avaient prévu.

Ainsi, la plupart des banques centrales des pays développés, y compris celles du Canada et des États-Unis, ont fait preuve de patience, en commençant à réduire leurs rachats d'obligations (à savoir, une désexpansion monétaire). Cependant, la patience constitue un luxe que peu d'intervenants sur les marchés émergents (ME) peuvent se permettre. L'inflation étant deux fois plus élevée que les taux cibles dans certains cas, selon des estimations de Bloomberg, les banques centrales des ME ont dû adopter des politiques plus énergiques et variées. Et ces décisions créent beaucoup de risques spécifiques.

Malgré cela, l'année 2022 démarera de manière prévisible, dans le prolongement des décisions prises par les responsables des politiques en 2021. Pour certains des marchés développés, cela signifie que la désexpansion se poursuivra; puis, la première hausse des taux surviendra. Aux États-Unis, la désexpansion pourrait prendre fin au cours du premier semestre de 2022 et l'augmentation des taux ne saurait tarder par la suite; au Canada, les rachats étant terminés, les taux pourraient être majorés plus rapidement. En Europe et au Japon, le rythme de la modification de la politique s'avérera probablement plus lent – peut-être un très léger redressement vers la fin de 2022 et en 2023, respectivement.

Les majorations de taux rendent les investisseurs de titres à revenu fixe nerveux, mais une bonne partie des hausses prévues en 2022 (environ deux aux États-Unis et quatre au Canada) sont déjà actualisées dans les prix des obligations. Compte tenu de cette réalité, les investisseurs pourraient envisager de s'écartier de la trajectoire politique attendue – et convoiter des occasions potentielles de prolonger la duration. Après tout, il est toujours possible qu'aucune hausse des taux n'ait lieu en 2022, ce qui pourrait sembler encore plus probable si Omicron, le dernier variant préoccupant de la COVID-19, devient une menace à la croissance à l'échelle mondiale. Il faut se rappeler qu'après la crise financière mondiale, la plupart des banques centrales, y compris la Réserve

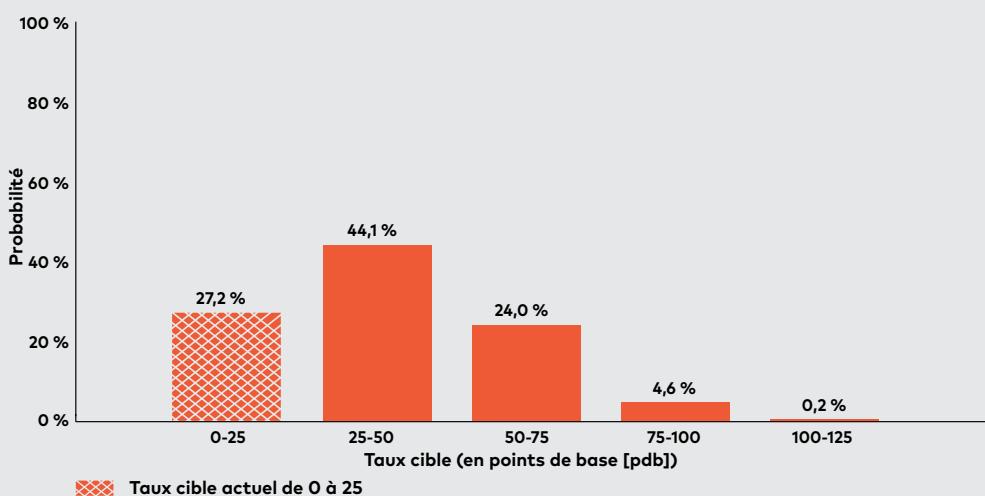


Titres à revenu fixe

fédérale (la *Fed*), avaient mis de nombreuses années à remonter leurs taux, malgré ce à quoi on s'attendait sur les marchés, ce qui s'était avéré une forte surestimation de la capacité des responsables des politiques à relever les taux en question.

Du côté des ME, le resserrement plus vigoureux des taux en 2021 se répercutera probablement sur le début de l'an prochain. La prudence est de mise, mais une politique plus stricte pourrait graduellement ralentir la croissance économique associée à une inflation galopante. Cette situation pourrait apporter un sursis quant aux hausses effrénées des taux qui ont été observées; et si l'inflation se refroidit considérablement, certaines banques centrales des ME pourraient revoir légèrement à la baisse leurs politiques de taux. Un tel environnement peut permettre de saisir des occasions à long terme en accroissant certaines participations aux ME.

Probabilités de taux cible dans le cadre de la réunion de la *Fed* du 15 juin 2022



Source : CME Group, au 1^{er} décembre 2021.

Les différences régionales influent également sur la prise de décisions relatives à la duration des obligations. Le segment à long terme de la courbe de rendement de certaines économies développées et émergentes présente des signes précoce de stabilisation. Autre signe encourageant : il est possible que les perturbations sur la chaîne d'approvisionnement s'estompent. Si l'inflation se prolonge et que la croissance dénote plus d'optimisme, les marchés des obligations mondiales pourraient connaître de bien meilleures conditions au second semestre de 2022.

Il faut toutefois communiquer un avertissement : la capacité des gouvernements à gérer leur santé budgétaire dans une conjoncture de dettes supérieures et de croissance inférieure. Les dettes existantes de bien des pays se sont alourdies pendant la pandémie, et les responsables des politiques n'ont généralement montré ni la capacité ni la volonté d'orienter leur situation budgétaire vers une trajectoire plus viable. Sur les marchés développés, les taux ne pourront probablement pas être trop relevés, compte tenu de la pression budgétaire – potentiellement à des niveaux



Titres à revenu fixe

inférieurs à ceux présentés sur les courbes de rendement de nombreux marchés développés. Du côté des ME, les pays désireux de mettre en œuvre des réformes et de s'attaquer résolument aux déficits budgétaires ont la formidable occasion d'attirer des capitaux. Quant aux autres, nous estimons qu'ils continueront de compter sur l'aide de prêteurs multilatéraux comme le Fonds monétaire international.

La volatilité est le point commun à toutes ces tendances; et il semble que les obligations demeureront fébriles pendant encore un certain temps. Malheureusement, les investisseurs devront apprendre à s'y faire. ■

Veuillez consulter la section intitulée « Dénis de responsabilité ».



Devises

Volatilité à venir du côté des devises

En 2022, l'incertitude économique pourrait avantager particulièrement le dollar américain

Tom Nakamura

De prime abord, les opérations de portage pourraient connaître une autre année fructueuse en 2022. Après tout, dans un contexte de taux à la hausse, la stratégie populaire, en vertu de laquelle les investisseurs empruntent dans une monnaie à faible taux d'intérêt pour investir dans une monnaie à taux d'intérêt plus élevé, tend à procurer de bons rendements, et de nombreuses banques centrales de marchés développés semblent en voie de majorer leurs taux l'an prochain.

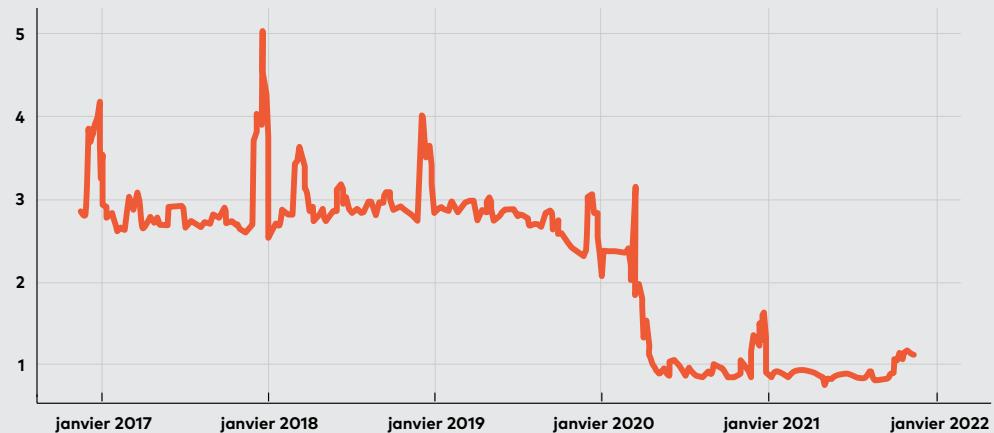
Seulement, il y a un hic : les stratégies de portage sont rentables quand les marchés enregistrent peu de volatilité, ce qui permet aux investisseurs de récolter des taux d'intérêt plus élevés sans être aussi préoccupés par les prix sous-jacents. Dans la présente conjoncture inflationniste, toutefois, on s'attend à ce que les marchés des changes soient plus volatils au cours des 12 prochains mois; ainsi, ces stratégies pourraient vaciller.

En fait, cette observation est probablement véridique, que l'inflation soit transitoire ou non – les négociateurs de portage détestent la volatilité, car elle rehausse le niveau de risque. Qui plus est, les rendements obtenus de ce risque accru pourraient être négligeables. Les négociateurs de portage tirent leurs revenus des écarts de taux d'intérêt, mais entre les devises du G10, les écarts de portage sont très étroits. Bien que ceux-ci puissent s'élargir l'an prochain, à mesure que les taux monteront, ils demeureront bien en deçà de ceux d'avant la pandémie. Compte tenu du rendement moindre tiré du portage sur les marchés développés, ces stratégies deviendront vraisemblablement plus sensibles à un environnement fébrile. Par conséquent, nous croyons que ces opérations tourneront au ralenti en 2022.



Devises

Rendement net – Portefeuille d'opérations de portage du G10 (%)



Source : JP Morgan, au 22 novembre 2021. La stratégie consiste à acheter (vendre) les devises ayant le rendement implicite à un mois le plus élevé (le plus bas) calculé selon des contrats de change à terme par rapport au dollar américain, d'après des montants avec des pondérations identiques. Il est possible de prendre une position en dollar américain si celui-ci figure dans le classement le plus élevé / le plus bas (utilisation d'un taux de swap américain à un mois pour le rendement en dollar américain). Une opération de rééquilibrage est effectuée à la fin de chaque mois.

Cette relégation au second plan restera probable, et ce, même si la Réserve fédérale américaine (*Fed*) figurera parmi les retardataires pour ce qui est d'augmenter vivement ses taux d'intérêt. Pour l'ensemble des marchés des changes, et particulièrement les opérations de portage, cela importera probablement peu. Au cours de la dernière année, les marchés ont récompensé les monnaies des pays dont les banques centrales semblaient avoir agi de manière précoce, quant au relèvement de leurs taux, ou celles dont le cycle de majoration des taux devait, selon eux, se poursuivre. Étant donné les incertitudes liées à l'inflation, nous estimons que ces distinctions s'avèreront moins importantes du point de vue des marchés, l'an prochain.

Cependant, ces facteurs avantagent le dollar américain, au même titre qu'un ralentissement de la croissance économique et une hausse potentielle des taux par la *Fed* en 2022. Historiquement, les devises refuges comme le yen, le franc suisse et le dollar américain tendent à se démarquer quand la croissance s'essouffle, tandis que les devises dites cycliques, dont le dollar canadien, ont tendance à donner de moins bons résultats.

L'histoire nous indique également que le dollar américain s'apprécie habituellement dans la période précédant la première hausse de taux par la *Fed*. La modération de la croissance et la hausse des taux d'intérêt définissent la situation financière. Les prévisions budgétaires actuelles laissent entendre que de nombreuses économies clés devront probablement réduire leurs dépenses publiques pour soutenir la croissance économique. En 2020, et dans une moindre mesure en 2021, les économies ont profité de facteurs favorables – mais elles pourraient faire maintenant face à des obstacles.



Devises

Il faut noter une exception à notre position haussière à l'égard du dollar américain : les opérations de portage sur les marchés émergents (ME). Au début de la pandémie, les banques centrales des ME ont lutté contre leurs instincts habituels de maintenir les taux élevés afin de protéger leurs monnaies; elles ont plutôt réduit de manière considérable leurs taux d'intérêt. Grâce à cette mesure ainsi qu'aux importantes dépenses budgétaires d'urgence, les responsables des politiques économiques sur les ME ont pu empêcher un recul encore plus marqué. Les devises des ME se sont fortement dépréciées dans cette conjoncture de faibles taux, et celle-ci a permis aux banques centrales des ME d'être plus à même de s'adapter face à l'inflation. Comme ces monnaies sont au départ plus abordables et que les taux d'intérêt sont inférieurs, il y a peu de raisons de s'inquiéter de la possibilité qu'elles s'apprécient de façon injustifiée dans ces conditions. Ainsi, selon JP Morgan, les stratégies liées aux opérations de portage sur les ME enregistrent de nouveau des rendements comparables à ceux d'avant la pandémie, contrairement à celles liées aux opérations de portage sur les marchés développés.



Les devises des ME se sont fortement dépréciées dans cette conjoncture de faibles taux, et celle-ci a permis aux banques centrales des ME d'être plus à même de s'adapter face à l'inflation.

En résumé, l'incertitude pèsera probablement beaucoup sur l'économie en 2022. Le dollar américain, ou les devises refuges en général, ainsi que les monnaies des ME avec des portages élevés tireront avantage de cette situation. ■

Veuillez consulter la section intitulée « Dénis de responsabilité ».



**Actifs
réels**

L'histoire se répète

Les actifs réels font partie intégrante de la réindustrialisation et de l'éologisation de l'économie moderne.

Steve Bonneman

D'après les données économiques, l'inflation ne passera pas inaperçue, loin de là, bien que sa durée – à savoir transitoire ou permanente – n'ait pas encore été déterminée. Peu importe, l'économie réelle et les marchés des capitaux en subiront probablement les impacts en 2022, et les actifs réels, qui ont été avantagés au cours de la dernière année, devraient garder le cap si les prix continuent de grimper. Mais l'inflation ne constitue pas le seul catalyseur d'occasions au sein de cette catégorie d'actifs. Certaines personnes considèrent les actifs réels – des produits de base à l'immobilier en passant par les services aux collectivités et le transport – comme faisant partie de l'« ancienne » économie, alors que dans les faits, ces secteurs seront probablement appelés à jouer des rôles tout aussi importants pendant la réindustrialisation et l'éologisation de l'économie moderne, comme ce fut le cas lors des transitions économiques précédentes. Des analystes à Goldman Sachs ont récemment affirmé qu'il s'agissait de « la revanche de l'ancienne économie ».

En règle générale, les actifs réels évoluent de manière cyclique, du fait de l'élasticité réduite de l'offre par rapport au prix et des importants besoins en capitaux initiaux. Par le passé, un bon nombre de sociétés de produits de base ont cherché à concurrencer les sociétés technologiques à forte croissance pour obtenir des capitaux en adoptant des stratégies à forte croissance semblables, qui n'ont fait qu'exacerber la surcharge de l'offre et qu'entraîner une destruction massive de la richesse. En outre, sur les marchés boursiers, ces stratégies ont déclenché une hausse des primes de risques, diminué les capitalisations et réduit l'intérêt des investisseurs. Cependant, les équipes de direction des sociétés ont récemment réagi face à l'évolution des marchés – et à la pression accrue des actionnaires pour qu'elles se concentrent sur le rendement du capital plutôt que sur sa destruction – en adoptant une politique de prix plutôt que de volume et des stratégies de rendement à la place de croissance. Nous avons observé cette tendance, par exemple, sur les marchés pétroliers, où en dépit d'une hausse de 50 % des prix du pétrole au cours de la dernière année, l'OPEP+ maintient son profil de production à croissance lente intact; entre temps, le niveau de production d'huile de schiste aux États-Unis demeure en deçà de celui atteint en 2020, selon des données de Bloomberg.



Actifs
réels

Toutefois, de multiples sociétés d'actifs réels sont aux prises avec un autre obstacle évident. Étant donné que le changement climatique occupe maintenant l'avant-scène, les investisseurs s'intéressent de plus en plus aux facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG). Un nombre croissant de fonds (et même de prêteurs) intègrent désormais ces facteurs dans leurs critères d'investissement. Cette nouvelle donne limite encore plus les capitaux affectés aux secteurs des actifs réels, qui tendent à être les émetteurs de carbone les plus visibles (ou les plus en amont). Un grand nombre de sociétés d'actifs réels traditionnelles ont subi des pressions les incitant à s'adapter à cet environnement en évolution, tandis que les sociétés de l'« économie verte » ont tiré parti du changement.



La levée des mesures quantitatives pourrait rééquilibrer la demande en faveur des actifs physiques, tout comme celle des produits de base.

Deux événements pourraient éclairer cette ombre au tableau. Le premier se situe à la suite de la récession, où de nombreuses banques centrales ont commencé à réduire les mesures quantitatives qu'elles avaient mises en œuvre, afin d'aider à revigorer les marchés financiers et à alimenter l'inflation des actifs financiers, mais ces efforts stimulent peu l'économie « réelle ». La levée des mesures quantitatives pourrait rééquilibrer la demande en faveur des actifs physiques, tout comme celle des produits de base.

Le second marque le fait que le besoin de « choses » physiques semble avoir été sous-estimé dans le nouvel intérêt mondial mettant l'accent sur la réduction de l'empreinte de carbone. La décarbonisation de l'économie requerra des quantités immenses de cuivre, d'aluminium et de nickel; les batteries et le stockage d'énergie entraîneront une demande supérieure de métaux et de produits chimiques. Un avenir plus sobre en carbone nécessitera la reconstruction des infrastructures énergétiques, la modernisation des biens immobiliers et l'expansion de l'électrification. Afin d'être en mesure d'accélérer cette production et de jeter les nouvelles bases industrielles, le besoin en matière d'énergie continuera de croître, ce qui pourrait se répercuter sur la demande d'hydrocarbures, bien au-delà des prévisions optimistes formulées par les responsables des politiques d'aujourd'hui.

En résumé, parallèlement aux cycles industriels du passé, l'écologisation de l'économie mondiale dépendra de la disponibilité et de l'évolution des actifs réels. Cela devrait procurer de meilleures occasions d'investissement et susciter davantage l'intérêt des investisseurs pendant le prochain cycle d'investissement. ■

Veuillez consulter la section intitulée « Dénis de responsabilité ».



Alternatifs

Le crédit privé au Canada est en mode rattrapage

Le pays présente l'un des marchés du crédit privé les moins matures, mais c'est précisément ce qui en fait potentiellement l'un des plus attrayants.

Ryan Dunfield

Le crédit privé constitue l'un des sous-secteurs des placements non traditionnels ou alternatifs dont la croissance est la plus rapide dans le monde. Depuis 2015, la taille de ce marché a doublé et pourrait atteindre 1,45 milliards \$US d'actifs gérés d'ici 2025, selon Preqin, une société de recherche spécialisée en placements alternatifs.

À l'approche de 2022, il importe de souligner que certaines des meilleures occasions d'investissement dans cette catégorie d'actif ne proviendront pas nécessairement des régions qui ont alimenté le récent essor de ce marché – comme les États-Unis et l'Europe – mais plutôt d'endroits qui sont en mode rattrapage réglementaire.

Le Canada, par exemple, présente l'un des marchés du crédit privé les moins matures des économies développées, mais c'est précisément la raison pour laquelle son potentiel de croissance est si attrayant. En réalité, du fait de sa taille, le marché canadien ne pourra jamais concurrencer les plus grandes régions – mais le rythme de son expansion pourrait y être supérieur, car les catalyseurs de changement dans le segment des prêts aux grandes entreprises agissent tout comme ils l'ont fait ailleurs ces dernières années.



L'évolution du contexte réglementaire canadien et l'impact des exigences plus strictes en matière de fonds propres sur les prêts bancaires constituent peut-être le plus grand coup d'accélérateur à cet égard.

L'évolution du contexte réglementaire canadien et l'impact des exigences plus strictes en matière de fonds propres sur les prêts bancaires constituent peut-être le plus grand coup d'accélérateur à cet égard. Les six plus grandes banques du pays ont vraisemblablement été moins touchées par ces changements que les grandes banques d'autres pays, face à des restrictions semblables, depuis la crise financière mondiale il y a une décennie. Mais à mesure que le temps passe et que la réglementation continue de se resserrer, les banques évoluent et se trouvent toutes bien engagées dans un processus qui les incite à orienter leurs portefeuilles de prêts vers les segments les plus rentables – créant par le fait même un vide, que les prêteurs privés peuvent être de plus en plus appelés à combler.



Alternatifs

Les sociétés canadiennes de moyenne capitalisation nécessitant du crédit sont particulièrement touchées par ce mouvement, car elles tendent à générer moins de revenus pour les prêteurs bancaires que les petites entreprises ou les grandes sociétés emprunteuses. Au Canada, les banques avaient jusqu'à récemment évincé les prêteurs non bancaires du fait qu'elles possédaient le quasi-monopole du marché en détenant 90 % de l'encours des prêts de ce créneau, selon des statistiques du gouvernement du Canada, mais cette pondération pourrait diminuer considérablement – si l'on se fie à l'évolution de ce marché aux États-Unis. En effet, avant la crise financière mondiale, les grandes banques américaines octroyaient environ 85 % des prêts de taille moyenne de ce pays. Présentement, il s'agirait plutôt de 20 %, selon des données de Preqin.

L'histoire s'est répétée en Europe, à divers degrés, et dans des pays tels que l'Australie, dont le secteur bancaire est très semblable à celui du Canada. Et si les banques canadiennes finissent par suivre le mouvement, même au moindre degré, il est plus que probable que les prêteurs privés devront prendre le relais. Plus encore, un grand nombre de ces occasions seront vraisemblablement de première qualité – et pas seulement de taille importante – étant donné que les emprunteurs qui souscrivent des prêts de taille moyenne au pays affichent des profils de risque relativement bas, par rapport aux autres segments du marché.

Néanmoins, les investisseurs doivent être diligents alors que le nombre d'options d'investissement dans le crédit privé s'accroît au Canada. Bien que le but principal d'une catégorie d'actif soit presque toujours d'obtenir des rendements supérieurs, l'objectif est souvent atteint à un coût déraisonnable – surtout lorsque les prêts sous-jacents d'un fonds ou d'une stratégie de placement ne sont pas garantis de premier rang ou ne disposent pas de clauses restrictives solides et de ratios prêt/valeur raisonnables pour offrir une protection contre les fluctuations des évaluations du marché ou, pire, contre les défauts de paiement.

Cela étant dit, l'avenir du crédit privé semble brillant, et ce, tant au Canada qu'ailleurs dans le monde. Néanmoins, les investisseurs ne peuvent tirer le meilleur parti de ces occasions qu'en faisant preuve de diligence raisonnable. ■

Ryan Dunfield, dirigeant principal 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 créances 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.



Ryan Dunfield
Dirigeant principal et
chef de la direction
SAF Group



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.



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



Avec ou sans la Chine

Les arguments sont solides pour ce qui est d'investir dans la deuxième plus grande économie du monde – mais ceux qui concernent les autres marchés émergents le sont également.

REGINA CHI



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

En 2021, les titres chinois ont peiné à répondre aux promesses de redressement d'une des grandes économies, à la croissance la plus rapide au monde, depuis les profondeurs imputables à la pandémie. Au 31 octobre 2021, l'indice MSCI Chine, qui représente plus de 700 grandes et moyennes capitalisations, avait reculé d'environ 14 % en dollars américains pour le cumul de l'année, selon FactSet. Relativement aux données d'autres marchés émergents (ME) importants, il s'agit d'un résultat médiocre. Sur la même période, l'indice MSCI Indonésie était en hausse de plus de 4 %, tandis que les indices MSCI Inde, MSCI Argentine et MSCI Russie s'étaient appréciés de plus de 25 %, 34 % et 37 %, respectivement.

Les investisseurs sur les ME sont fort préoccupés par la possibilité que ce sous-rendement ne soit pas seulement une anomalie passagère. Pour de nombreux observateurs, le gouvernement chinois a adopté une ligne plus dure en 2021, à l'égard de nombreux fronts économiques et politiques; entre autres sa réglementation accrue vis-à-vis des sociétés de l'économie numérique, son accent sur les objectifs de partage des richesses dans le cadre de la « prospérité commune », son approche en matière de droits de l'homme dans la province de Xinjiang ou sa position controversée sur l'indépendance de Taïwan – tous des obstacles potentiels qui pourraient nuire aux titres chinois dans leur ensemble. Si l'on ajoute les tensions commerciales avec l'Occident, il n'est pas étonnant que certains Occidentaux se demandent à voix haute si la Chine est un investissement à éviter.



... il n'est pas étonnant que certains Occidentaux se demandent à voix haute si la Chine est un investissement à éviter.

La réponse à cette question est non. Après tout, « sortir » de la Chine signifierait tourner le dos au potentiel de la deuxième plus grande économie au monde – et qui est en voie de devenir la plus importante d'ici 2030, selon la Banque mondiale. Cela signifierait également rater les occasions d'investissement que présente la plus grande classe moyenne du monde, soit 400 millions (et augmentant sans cesse) de consommateurs chinois à revenu moyen. Néanmoins, pour certains investisseurs, ce potentiel à long terme pourrait ne pas suffire à les maintenir exposés à un marché qui les préoccupe profondément sur le plan économique, politique ou éthique. Il convient donc de se poser la question : à quoi ressemblerait une stratégie de répartition de l'actif axée sur les ME *sans la Chine*?

Plus grandes économies au monde d'ici 2030 (classement selon le PIB nominal)



Source : Centre for Economics and Business Research, World Economic League, tableau de 2021.

En réfléchissant à cette question et en considérant la pondération actuelle des titres chinois dans les indices généraux des ME, deux choses apparaissent clairement. D'une part, la Chine occupe une place importante, voire trop importante. D'autre part, en retirant la Chine des ME, nous pourrions obtenir un portefeuille plus diversifié et plus équilibré. Cela pourrait peut-être également permettre aux investisseurs de profiter d'une tendance séculaire importante : la numérisation des économies émergentes.

Examinons d'abord la pondération des titres chinois au sein des indices des ME les plus suivis. La Chine représente 34 % de l'indice MSCI ME – contre 15 % pour Taïwan, soit le double de ce deuxième ME le plus important – et 36,5 % de l'indice FTSE ME, selon les deux fournisseurs d'indices. Au sommet du marché, la Chine comptait pour plus de 40 % de ces deux indices. En soi, cela constitue un risque de concentration accru, mais les investisseurs dans les indices de ME sont également confrontés à une plus grande concentration régionale en raison du poids de la pondération de la Chine. D'un point de vue régional, les titres asiatiques occupent 78 % de l'indice MSCI ME, puis l'EMOA 14,3 % (Europe, Moyen-Orient et Afrique) et l'Amérique du Sud seulement 7,3 %. En excluant la Chine, cependant, ces valeurs régionales deviennent plus importantes, car la pondération de l'Asie chute à 67 %, tandis que celles de l'EMOA et de l'Amérique du Sud s'élèvent à 21,6 % et à 11,1 %, respectivement. Une stratégie hors Chine resterait axée sur l'Asie, mais de façon beaucoup moins substantielle.

En faisant abstraction de la Chine, il est possible de mieux diversifier parmi les régions des ME, tout comme d'atteindre un meilleur équilibre au sein de marchés donnés. Comme nous l'avons indiqué précédemment, la Chine domine l'indice des ME, car sa pondération dépasse de près de 20 points de pourcentage celle du deuxième plus grand ME. Dans le cadre d'une stratégie hors Chine, toutefois, les trois premiers pays obtiennent un poids à peu près équivalent : Inde, Taïwan et Corée – soit environ 20 % chacun de la pondération totale. Ainsi, cette dernière est plus équilibrée, ce qui pourrait être très important en regard de l'Inde, car les titres de ce pays tendent à être moins corrélés avec ceux de la Chine que le sont ceux de la Corée ou de Taïwan.

Cependant, les avantages potentiels d'une stratégie hors Chine vont au-delà d'une diversification accrue et d'un portefeuille mieux équilibré en matière de ME. Le fait de se dégager du poids d'une pondération en titres chinois pourrait également révéler des occasions à long terme sur d'autres marchés. Prenons par exemple le commerce en ligne, soit l'une des excellentes occasions encore à réaliser pour les investisseurs sur les ME – à l'extérieur

de la Chine, du moins. Selon l'indice MSCI Chine, il est dominé par trois titres de sociétés point-com et de ventes de détail/technologies, secteurs qui accaparent 45 % de l'indice. Avant 2021, en Chine, les titres de l'économie numérique étaient les grands gagnants du boom du cybercommerce, et les ventes de détail en ligne y représentaient déjà 24 % du total des ventes de détail. Mais du fait de la réglementation croissante, l'essor de ce secteur – et le potentiel de hausse des titres de commerce électronique en Chine – pourrait être plafonné. Cela n'est pas le cas sur les autres ME. En Inde, par exemple, les ventes de détail en ligne ne comptent que pour 7 % du total des ventes de détail, et dans l'indice MSCI ME (hors Chine), la pondération des sociétés point-com et de ventes de détail/technologies ne se chiffre qu'à 6 %. Le commerce électronique pourrait se développer sur tous les ME, mais il a plus de place pour croître – et peut le faire plus rapidement – dans les marchés en dehors de la Chine.



Vu de cet angle, il est possible de convaincre ou non les investisseurs de « sortir » de la Chine – ce qui, nous nous empressons d'ajouter, ne constitue pas notre objectif principal.

Vu de cet angle, il est possible de convaincre ou non les investisseurs de « sortir » de la Chine – ce qui, nous nous empressons d'ajouter, ne constitue pas notre objectif principal. Cependant, ces observations suggèrent manifestement que les investisseurs pourraient bénéficier d'un regard différent relativement à l'influence de la Chine sur les rendements des ME. Par exemple, les États-Unis représentent plus de 60 % de l'indice MSCI Monde, créant un risque de concentration encore plus important que celui de la Chine sur les ME. Pour remédier à cette situation, les investisseurs adoptent de plus en plus une stratégie qui attribue des pondérations discrètes au marché américain dominant tout en s'exposant

aux marchés développés en dehors des États-Unis par l'entremise d'indices tels que l'indice MSCI Monde (hors États-Unis) et l'indice MSCI EAEO (Europe, Australasie et Extrême-Orient). Une approche semblable à l'égard de la Chine pourrait procurer des avantages similaires en ce qui a trait à la diversification sectorielle et géographique de même qu'à l'équilibre d'un portefeuille, tout en permettant aux investisseurs de s'intéresser à des occasions ciblées en Chine.

De façon plus générale, cet exercice d'exclusion de la Chine des ME met en lumière certaines des difficultés du regroupement des ME sous un même ensemble d'occasions. Les rendements des titres des ME (plus que certaines autres catégories d'actifs) ainsi que leurs potentiels sont fonction de facteurs locaux d'ordre politique, économique et social qu'aucun indice général – aussi utile qu'il soit en tant qu'indice de référence – ne peut saisir pleinement. Les ME ne sont pas tous pareils, et la Chine diffère des autres ME. Au lieu de tout simplement renoncer à la Chine, il faudrait y investir de manière plus prudente afin de commencer à en reconnaître les risques ainsi que le potentiel, tout en saisissant les occasions que présentent d'autres marchés. ■

Veuillez consulter la section intitulée « Dénis de responsabilité ».



La grande transition réexaminée

L'« inflation verte » : une réalité à court terme, certes, mais l'investissement durable n'est pas susceptible de faire augmenter les prix à long terme.

MARTIN GROSSKOPF

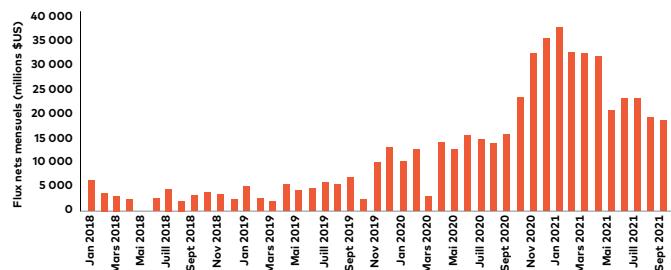


Martin Grosskopf, MBA, MES
Vice-président et gestionnaire de portefeuille
Placements AGF Inc.

La récente Conférence de Glasgow sur les changements climatiques (COP26) organisée par les Nations Unies peut avoir déçu de nombreux scientifiques et militants du changement climatique, mais elle aurait dû faire comprendre parfaitement une chose aux investisseurs : la transition des énergies fossiles à des sources d'énergie écologique renouvelable s'impose maintenant comme un incontournable à l'échelle mondiale. Bien que ce passage puisse ne pas se produire assez rapidement pour certains, il a déjà profondément touché les marchés et la façon dont nous y investissons.

En fait, la croissance des placements axés sur les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) a dépassé les attentes les plus optimistes au cours des deux dernières années. Les flux nets affectés aux fonds d'actions américaines de sociétés durables, par exemple, ont plus que triplé en 2020, et demeurent deux fois plus élevés à l'approche de 2022 que les niveaux atteints avant la pandémie.

Fonds d'actions axés uniquement sur la durabilité : rentrées nettes mensuelles



Source : Stratégie sur actions américaines RBC, avec des données de Morningstar, octobre 2021.

Néanmoins, les facteurs ESG suscitent la controverse. Hormis les objections habituelles, ceux-ci sont maintenant pointés du doigt en tant qu'un des principaux moteurs de l'inflation, et ce, pas seulement dans l'immédiat : certains croient que ces facteurs contribuent également aux hausses structurelles des prix à plus long terme. Plus

précisément, un lien est établi entre l'« inflation verte » et la flambée des prix de l'énergie et de l'électricité, notamment au Royaume-Uni et en Chine, ainsi que les augmentations des prix des matériaux clés nécessaires à la transition vers des systèmes de propulsion alimentés par batterie.

Mais ce lien avec l'inflation est douteux. Tout au plus, les investissements liés aux facteurs ESG peuvent contribuer aux pressions inflationnistes cycliques, même s'il n'y a que peu de preuve, voire aucune, que leur impact persistera ou qu'il influera sur la croissance économique et sur les marchés des capitaux au fil du temps. Au contraire, l'argument en faveur de l'inflation verte en tant que force à long terme repose sur deux théories non confirmées. La première est que les attentes plus élevées des investisseurs à l'égard des ESG imposent des contraintes plus importantes aux entreprises quant à la manière dont elles peuvent accroître leur production – de même qu'au moment choisi pour réaliser cette mise en œuvre, ce qui a un impact sur l'offre, et donc sur les prix. La seconde prémissse est que l'intervention du gouvernement par l'entremise de la réglementation environnementale augmente les coûts de développement et d'exploitation, ce qui marque à nouveau les prix dans le temps.

Si l'une ou l'autre de ces théories était vérifiable, il serait raisonnable de supposer que la plupart des stratégies ESG investissent déjà leurs capitaux hors des secteurs à forte intensité de combustible fossile par rapport aux approches d'investissement plus courantes – et cela devrait se traduire par un positionnement sensiblement différent de celui pris par des actifs gérés passivement ou dont la répartition de l'actif ressemble à celle d'un indice de référence. Mais ce n'est pas le cas. En fait, la majorité des grands fonds ESG ne présentent toujours que de faibles écarts de positionnement par rapport à leurs homologues traditionnels, selon des recherches du Jefferies Group.

En outre, les cotes ESG, auxquelles ces stratégies font appel, ont fait l'objet de critiques précisément quant à leur manque d'alignement, et maints efforts de normalisation sont en cours. Bien que beaucoup d'attention ait été portée sur les quelques grands investisseurs qui se sont départis de leurs titres des secteurs du pétrole, du gaz ou du charbon, un bon nombre d'investisseurs institutionnels ont conservé les leurs et préconisent l'engagement et la collaboration sur les principales questions ESG. Cette approche a assuré que le capital n'a pas été désinvesti des secteurs à forte intensité de carbone, et même les investisseurs qui ont cédé leurs titres publics continuent souvent à investir en participant au marché privé.

Le spectre de l'inflation verte apparaît également dans le contexte des métaux et des mines, surtout en raison de la demande grandissante de véhicules électriques, qui se heurte durement à un marché résolument contraint par les organismes de réglementation. Il est souvent avancé que le renforcement des contrôles environnementaux et sociaux prolonge les délais d'approbation et de développement de nouvelles mines – créant ainsi des défis structurels et apportant des changements énormes à la dynamique des prix, tant pour les intrants spécialisés, tels que le lithium et le cobalt, que pour les produits de base en vrac, tels que le nickel et le cuivre.

De nouveau, il est difficile de réconcilier ce point de vue avec la réalité, en partie du fait que les prix des métaux restent historiquement bas, malgré l'attention plus rigoureuse des gouvernements à atténuer les impacts sociaux et environnementaux. De plus, la capacité d'un secteur à agir avec parcimonie et à utiliser des matériaux de substitution, voire de s'adapter, est généralement sous-estimée. En 2021, certains constructeurs automobiles sont passés de la technologie électrochimique NMC (batteries à teneur élevée en nickel, manganèse et cobalt) à la technologie LFP (lithium, fer et phosphate).

Tout cela laisse entendre que l'impact des facteurs ESG sur les prix ne s'avère pas intrinsèquement structurel. Cependant, la nature géopolitique de la transition énergétique peut servir de mise en garde. Bien que certaines régions telles que le Moyen-Orient aient dicté la chaîne d'approvisionnement pendant une grande partie de l'ère du combustible fossile, d'autres régions

pourraient se démarquer – y compris l'Asie et l'Amérique du Sud – à l'ère des énergies renouvelables et des batteries. Les gouvernements contrôlant les matériaux clés seront très motivés à accélérer ces processus pour leurs propres avantages. Ces choix pourraient déclencher des chocs inflationnistes ponctuels et imprévisibles.

Cela dit, les hausses récentes des prix de l'électricité dans certaines régions de l'Europe et en Chine constituent davantage des défis politiques de transition que des forces inflationnistes. Entre autres, le retrait des centrales au charbon doit être compensé judicieusement par de nouvelles sources intermittentes comme les éoliennes et les panneaux solaires, et idéalement avec des batteries de secours. Les objectifs en matière d'émissions ne coïncideront probablement pas avec les changements parfaitement planifiés au réseau.

La volonté d'une véritable transition énergétique est sans aucun doute plus forte que jamais, alors que peu de preuves existent relativement à la modification fondamentale de la structure des marchés des produits de base clés, du fait d'investissements axés sur les ESG ou d'interventions de l'État. Qui plus est, d'innombrables occasions d'investissement pourraient se présenter pendant cette transition pluridécennale vers un avenir plus durable – que l'inflation verte se confirme comme étant cyclique ou à long terme. ■

Veuillez consulter la section intitulée « Dénis de responsabilité ».

Visionner :

Guide de l'investisseur sur l'intégration des facteurs ESG (en anglais seulement)

Max Zehrt, vice-président adjoint et chef de l'intégration des facteurs ESG, à Placements AGF Inc.





Le dilemme que posent les titres à revenu fixe

Stratégies susceptibles de rehausser le volet « 40 » d'un portefeuille de placement 60/40

DAVID STONEHOUSE



David Stonehouse, MBA, CFA®
Vice-président principal et chef des
investissements nord-américains et spécialisés
Placements AGF Inc.

Le secteur des placements adhère depuis longtemps aux vertus du modèle de répartition de l'actif 60/40, qui consiste à investir 60 % d'un portefeuille dans des actions et 40 % dans des obligations. Depuis quelques décennies, le modèle a composé avec des crises financières et des bulles boursières et largement récompensé les investisseurs pour leur confiance, leur procurant constamment un équilibre sain entre de solides rendements et une atténuation raisonnable du risque au fil du temps. Aujourd'hui pourtant, de plus en plus d'investisseurs remettent en question le bien-fondé de ce modèle, et une grande partie de leurs préoccupations portent sur le volet « 40 ». Compte tenu de la faiblesse des taux de rendement obligataires et de la possibilité que la hausse des taux d'intérêt entraîne une volatilité des cours, bon nombre se demandent si les obligations peuvent encore procurer les rendements ou la protection contre les baisses qui les ont caractérisées, et s'il est temps de réexaminer la pondération simple de 40 % en titres à revenu fixe, dans un portefeuille équilibré.



... bon nombre se demandent si les obligations peuvent encore procurer les rendements ou la protection contre les baisses qui les ont caractérisées...

Nous comprenons leur point de vue : dans le contexte actuel, il serait prudent pour les investisseurs d'envisager des façons de générer un taux de rendement et d'atténuer le risque qui ne se limitent pas à la simple répartition de 40 % de l'actif, dans des obligations traditionnelles. Nous estimons aussi, toutefois, qu'il est pertinent de se demander (peut-être avant tout) quels actifs devraient composer le volet des titres à revenu fixe, plutôt que de s'interroger sur leur pondération générale

dans un portefeuille. Outre les obligations traditionnelles, il existe certaines options qui peuvent procurer des stratégies susceptibles de tirer davantage parti des titres à revenu fixe, même en cette période très difficile – à condition que les investisseurs soient disposés à penser quelque peu différemment.

Avant d'explorer ces possibilités, examinons quel rôle les obligations sont censées jouer dans un portefeuille. Historiquement, elles ont eu deux buts essentiels : procurer un rendement et atténuer la volatilité. Il serait possible d'investir la totalité d'un portefeuille dans des actions, ce qui produirait invariablement des rendements plus élevés sur des périodes suffisamment longues. Pourtant, très peu d'investisseurs ont le courage d'endurer de tels risques, quand les marchés connaissent des baisses importantes, et l'histoire a démontré que les obligations offrent une protection contre les chocs boursiers. Lorsque les marchés boursiers se replient, les taux de rendement obligataires dégringolent habituellement (et les cours des obligations augmentent), car les investisseurs se tournent vers les titres sécuritaires, ce qui atténue leurs pertes.

Examinons comment cela fonctionne dans un portefeuille 60/40. Supposons un marché baissier pendant lequel les actions plongent de 40 %. Cette situation entraîne une baisse de 24 % de la valeur globale de notre portefeuille modèle. Toutefois, les taux de rendement obligataires pourraient en même temps diminuer de 2 %, ce qui se traduirait, par exemple, par une appréciation de 10 % du cours des titres à revenu fixe du portefeuille (selon le taux de rendement de départ et la duration) et par un effet positif de 4 % sur la valeur du portefeuille. Ainsi, le portefeuille 60/40 d'un investisseur ne perdrait « que » 20 % de sa valeur, au lieu de perdre 40 % de celle-ci, comme dans le cas d'un portefeuille composé uniquement d'actions. Bien sûr, si les marchés boursiers étaient vigoureux, le volet de titres à revenu fixe produirait des rendements inférieurs à celui des actions, mais il serait

moins volatil et pourrait aider les investisseurs à mieux dormir la nuit.

Ou du moins, les titres à revenu fixe devraient être moins volatils et améliorer le sommeil des investisseurs. L'ennui, c'est qu'au cours des dernières années, l'efficacité des obligations pour produire des rendements a été compromise et que, depuis la pandémie, leurs taux de rendement presque nuls ont entravé leur capacité d'atténuer le risque. Le problème des taux de rendement est évident : ils sont très faibles et le resteront vraisemblablement, même après que les décideurs auront mis fin au cycle de resserrement que bon nombre s'attendent à voir, au cours des prochaines années. Ce problème mène à un autre qui est encore plus inquiétant : les taux de rendement sont si faibles que l'efficacité des obligations pour protéger les portefeuilles des investisseurs contre les pertes est également réduite. Si un taux de rendement obligataire se situe déjà à 1,5 %, il peut difficilement baisser de deux points de pourcentage dans un marché baissier. Si les taux de rendement disposent de moins de marge pour baisser, les cours ont moins de marge pour augmenter, ce qui signifie que les obligations sont moins en mesure d'aider à contrebalancer les pertes boursières. Ce n'est pas que les obligations ne peuvent plus atténuer la volatilité; c'est simplement qu'elles pourraient ne pas pouvoir le faire aussi bien qu'avant.

Il est important de souligner que les obligations jouent encore un rôle important dans un portefeuille. Elles sont moins volatiles que les actions et, dans un contexte défavorable, elles devraient tout de même aider à réduire l'incidence du recul des titres boursiers. Toutefois, les faibles taux de rendement limitent la protection qu'elles offrent contre les baisses. Aujourd'hui, devant la perspective que les banques centrales resserrent les politiques monétaires, les rendements obligataires sont devenus légèrement négatifs, ce qui complique encore plus la situation des titres à revenu fixe.

Comment les investisseurs peuvent-ils réagir? L'une des tactiques évidentes consiste à raccourcir la durée des placements obligataires, ce qui atténue le risque de hausse des taux d'intérêt. La difficulté réside toutefois

dans le choix du moment. Pendant une bonne partie des 40 dernières années, les obligations ont connu un marché haussier à long terme et les investisseurs ont généralement réagi en réduisant la durée, simplement parce qu'ils ne croyaient pas que les taux d'intérêt pourraient continuer de baisser. Ils ont pourtant continué de baisser. De plus, rien ne garantit que la Réserve fédérale américaine relèvera les taux autant que prévu, si elle le fait, à la fin de l'année prochaine et au-delà. Un autre inconvénient que présente cette tactique est que les obligations à court terme offrent habituellement un taux de rendement inférieur à celui des obligations à long terme, ce qui signifie que les investisseurs seront encore moins bien rémunérés s'ils se concentrent sur les placements à court terme. Aussi, lorsque les taux de rendement baissent, les obligations à court terme ne se redressent pas autant que les obligations à long terme.



... nous estimons qu'il serait plus prudent pour les investisseurs de (le) « mettre à niveau » en révisant leurs placements en titres à revenu fixe.

Une autre réaction consisterait à conclure que le modèle 60/40 ne fonctionne pas et à simplement augmenter la pondération des actions. Certains investisseurs ont effectivement adopté cette approche. Le problème est que comme les taux de rendement sont déjà faibles, une ruée vers les actions s'est déjà produite. Les évaluations ont beaucoup augmenté, de sorte que les rendements futurs prévus à long terme sont devenus moins intéressants. De toute évidence, une augmentation de la pondération des actions accroît également le risque de baisse. Ainsi, le dilemme que pose aux investisseurs le modèle 60/40 existe des deux côtés de l'équation.

Plutôt que de jeter le bébé avec l'eau du bain et d'abandonner le modèle 60/40, nous estimons qu'il serait plus prudent pour les investisseurs de le « mettre à niveau » en révisant leurs placements en titres à revenu

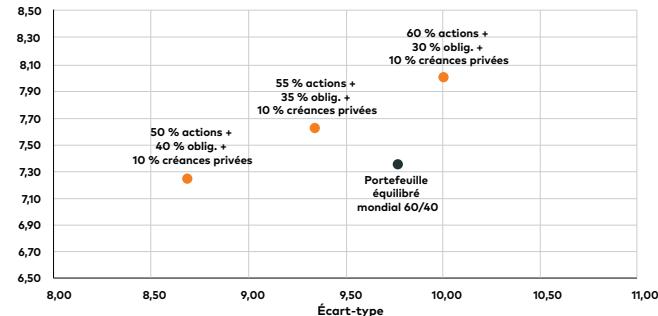
fixe. Il n'est pas nécessaire de détenir uniquement des obligations traditionnelles : il existe de solides options qui procurent des avantages comparables à ceux des obligations tout en atténuant certains de leurs risques.

- Si vous êtes d'avis que l'inflation entraînera une hausse des taux de rendement obligataires, vous pourriez envisager d'investir dans les *obligations indexées sur l'inflation*. Il faut noter qu'elles ont profité d'une remontée spectaculaire au cours des 18 derniers mois, et il pourrait être plus difficile de réaliser des gains futurs, si l'inflation devient simplement un phénomène cyclique.
- Les *obligations à rendement élevé* et les *titres de créances des marchés émergents* offrent un potentiel de rendement plus considérable, grâce à des taux de rendement beaucoup plus attrayants, quoiqu'elles présentent un risque supérieur. Avec les obligations à rendement élevé, les investisseurs s'exposent à un plus grand risque de crédit, tandis qu'avec les titres de créances des marchés émergents, ils doivent composer avec un risque politique et un risque de change supérieurs. Néanmoins, les obligations à rendement élevé, plus particulièrement, ont procuré par le passé des rendements absolus et corrigés du risque intéressants, même après ajustement pour tenir compte des défauts (ce qui peut être partiellement compensé par le recouvrement d'une partie de la valeur résiduelle des actifs de la société).
- Pour atténuer la sensibilité aux taux, les investisseurs peuvent envisager des placements dans des *prêts à taux variable* (ou de premier rang), qui peuvent également générer des taux de rendement plus élevés et présenter des avantages sur le plan de la diversification, mais ces instruments comportent aussi un risque de crédit.
- Les *obligations convertibles*, qui sont des titres de créances de sociétés pouvant être convertis en actions ordinaires, offrent un potentiel de sensibilité réduite à l'égard des taux et de meilleurs rendements que les obligations traditionnelles. De plus, elles procurent généralement une bien meilleure protection contre les baisses que les actions. Il importe toutefois de

noter qu'elles ont tendance à être plus volatiles que les obligations ordinaires, puisque la valeur des titres convertibles est quelque peu exposée au cours de l'action de la société émettrice.

- Même s'ils ne constituent pas en eux-mêmes une solution de titres à revenu fixe, les *actifs réels* comme les infrastructures peuvent offrir une protection contre l'inflation et un potentiel de rendements soutenus à long terme. Les ressources peuvent aussi offrir une bonne protection contre l'inflation, mais elles ont tendance à être plus volatiles.
- Les *stratégies d'instruments dérivés* peuvent procurer une couverture contre la hausse des taux d'intérêt ou tirer parti des occasions liées aux opérations de change et aux devises, qui peuvent atténuer le risque et stimuler les rendements sans effet de levier.
- Les *titres de créances privées*, c'est-à-dire les titres de créances de sociétés qui ne sont pas émis ni négociés sur les marchés publics, peuvent donner des résultats supérieurs, au chapitre des taux de rendement et des rendements globaux ajustés en fonction du risque, dans un portefeuille de titres à revenu fixe, tout en procurant une plus grande diversification et une volatilité plus faible, quoique la liquidité soit inférieure.

Ajout de titres de créances privées à un portefeuille hypothétique 60/40



Source : Morningstar Direct et Prequin. Aux fins d'illustration seulement. Les rendements hypothétiques présentés sont fondés sur les rendements d'un ensemble d'indices. Vous ne pouvez pas investir directement dans un indice. Les rendements hypothétiques ne sont pas nécessairement une indication des rendements futurs. Selon les données de rendements trimestriels, au 31 mars 2021. Les titres sont représentés comme suit : actions, indice de RG MSCI Monde (tous pays); obligations, indice agrégé de RG Bloomberg – Obligations mondiales; titres de créances privées, indice trimestriel Prequin – Titres de créances privées.

Enfin, une approche prudente à l'égard des défis que pose le modèle 60/40 ne se limite pas nécessairement à la révision des participations. Elle pourrait consister à revoir les attentes dans les deux volets de placements. Même si la Réserve fédérale américaine relève ses taux d'intérêt, les taux de rendement des titres à revenu fixe resteront probablement faibles par rapport à leurs niveaux antérieurs, ce qui nuira évidemment à la production de revenu, quoique cela atténuerait le risque de pertes en capital, dans un contexte de relèvement des taux de rendement. Du côté des actions, les rendements pourraient aussi être mis à l'épreuve, car les évaluations sont élevées par rapport aux normes historiques. Après la période d'excellents rendements qui a suivi la crise financière mondiale, surtout en ce qui concerne les actions américaines, il est logique de se méfier de toute hypothèse affirmant que les rendements boursiers annuels seront supérieurs à 10 % à long terme.

Il est donc encore plus important de penser différemment en matière de pondération des titres à revenu fixe. Aucune des options relatives aux obligations traditionnelles décrites ci-dessus ne constitue une solution miracle, et chacune est assortie d'avantages et de risques. Pourtant, si on les regroupe dans le but de conjuguer « leurs efforts », elles démontrent qu'on peut encore innover et améliorer la manœuvrabilité bien davantage – sans compter un potentiel d'amélioration des rendements, même dans le cadre d'un modèle de portefeuille 60/40. ■

Veuillez consulter la section intitulée « Dénis de responsabilité ».

Visionner :

Le lien qu'il fallait pour l'investissement durable dans des titres à revenu fixe (en anglais seulement)

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





Infrastructures modernes

La nouvelle vague d'actions d'infrastructures offre des occasions différentes aux investisseurs

BILL DEROCHE, MARK STACEY ET GRANT WANG

**Bill DeRoche, MBA, CFA®**

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

**Mark Stacey, MBA, CFA®**

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

**Grant Wang, M.A. (Écon.), Ph.D., CFA®**

Vice-président principal, chef des investissements, Investissement quantitatif
AGFiQ, et chef de la recherche
Placements AGF Inc.

Il ne fait aucun doute que l'investissement dans les infrastructures a un bel avenir, surtout après l'adoption aux États-Unis en novembre d'un impressionnant plan de dépenses de 1 200 milliards \$US visant à renforcer les structures et les réseaux qui soutiennent la plus grande économie mondiale. En fait, selon la description du président Joe Biden, la nouvelle loi est un « investissement unique au cours d'une vie », sans comparaison avec tout ce qui a pu être construit dans le pays depuis le réseau autoroutier inter-États des années 1950.

Toutefois, l'ampleur de l'occasion qui se présente n'est pas le seul aspect digne d'intérêt. Les investisseurs devraient tout autant remarquer la portée de ce plan – et d'autres dans le monde – par rapport à la plupart des grands projets d'infrastructure du passé. Bien que les gouvernements continuent d'affecter beaucoup d'argent à la réparation et à l'expansion des infrastructures traditionnelles comme les routes, les ponts, les chemins de fer, les ports et les aéroports, ils allouent également des sommes importantes à la « nouvelle vague » de projets visant à favoriser l'activité économique qui devient de plus en plus numérique et qui promet aussi d'être plus durable.

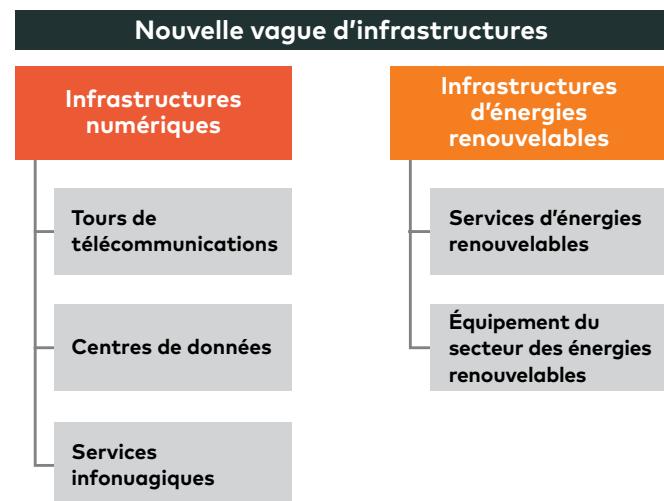


... la question la plus importante pour les investisseurs est de savoir comment se comporter face à la multiplication des occasions d'investir dans les infrastructures.

Par exemple, dans le cadre de son nouveau plan, l'administration Biden affirme qu'elle dépensera 65 milliards \$US pour construire un réseau Internet haute vitesse fiable au moyen d'infrastructures à large bande et 75 milliards \$US pour mettre à niveau les infrastructures

électriques et passer des combustibles fossiles aux énergies renouvelables. Parallèlement, 15 milliards \$US seront consacrés aux véhicules électriques et à l'infrastructure nécessaire pour les recharger.

Même s'il reste à voir à quelle vitesse ces engagements seront mis en œuvre, ou comment ils finiront par apparaître sur les marchés des capitaux, la question la plus importante pour les investisseurs est de savoir comment se comporter face à la multiplication des occasions d'investir dans les infrastructures. Selon nous, un bon point de départ consiste à classer les nouvelles occasions en deux grandes catégories d'investissements, chacune pouvant être divisée en sous-catégories.



Source : Placements AGF Inc., au 15 février 2021.

La première de ces catégories, celle des *infrastructures numériques*, comprend trois créneaux connexes : les tours de télécommunications, les centres de données et les services infonuagiques. Dans le premier créneau, la construction et l'entretien des tours de téléphonie mobile et leur location aux plus grands fournisseurs de services de télécommunications du monde pourraient encore ne pas être pleinement appréciés par les investisseurs, mais ce type de relation interentreprises est désormais monnaie courante dans la plus grande partie

de l'Amérique du Nord et de l'Europe où elle a donné naissance à plusieurs fiducies de placement immobilier (FPI) qui génèrent des milliards de dollars en revenus et dont la capitalisation boursière est à l'avenant.

De plus, un nombre croissant de FPI et de sociétés se concentrent également sur la détention ou la location de locaux immobiliers pouvant servir de centres de données. En règle générale, les ententes comprennent d'autres services générateurs de revenus, comme des systèmes d'alimentation électrique et de refroidissement, et elles englobent un éventail diversifié de clients, allant d'entreprises des télécommunications et des médias ainsi que de fournisseurs de services d'Internet aux gouvernements et à diverses entreprises privées.

Quant aux services infonuagiques, ils constituent l'une des plus importantes tendances opérationnelles des dernières années. De nombreuses sociétés délaissent les serveurs « sur place » pour se tourner vers l'hébergement de bases de données et les services infonuagiques vendus par certains des géants technologiques les plus connus dans le monde, qui se chargent également de leur maintenance. Ces sociétés ont enregistré une forte hausse de revenus générés par ces services en pourcentage de leur chiffre d'affaires.

La deuxième catégorie est peut-être mieux connue sous le nom d'*infrastructures d'énergies renouvelables*. Il s'agit en grande partie d'un complément aux infrastructures énergétiques plus traditionnelles. Elle comprend deux sous-catégories, la première étant les services publics d'énergie renouvelable qui vendent aux consommateurs et aux entreprises une quantité croissante d'électricité générée à partir de multiples sources, dont des installations hydroélectriques, éoliennes et solaires.

Pour ce qui est de l'équipement de production d'énergie renouvelable – la deuxième de ces deux sous-catégories – il est clair que le nombre de fabricants de panneaux solaires, d'éoliennes, de piles à hydrogène et d'autres composants utilisés pour exploiter l'énergie renouvelable a considérablement augmenté au cours des dernières années. En effet, selon les plus récentes statistiques du Global Wind Energy Council, une capacité d'énergie

éolienne de 93 gigawatts a été installée à l'échelle mondiale en 2020, ce qui représente une augmentation de 53 % par rapport à 2019.

Bien entendu, cette nouvelle vague pourrait, au fil du temps, s'étendre bien au-delà de ces deux catégories. *Les services d'infrastructures vertes*, par exemple, sont un domaine en plein essor qui offre ses propres occasions potentielles, comme les fabricants de batteries de véhicules électriques.

Toutefois, on ne peut s'arrêter à cette catégorisation. Qu'il s'agisse d'un actif traditionnel comme un aéroport ou d'un actif plus moderne comme une tour de téléphonie cellulaire, il est généralement admis que les investissements dans les infrastructures sont définis par des critères donnés. Par exemple, la plupart des titres d'infrastructures ont tendance à générer des flux de trésorerie stables provenant de certains produits ou services essentiels comportant un avantage collectif. De plus, ils impliquent souvent l'utilisation d'actifs réels à forte intensité de capital et sont considérés comme appartenant à des entreprises dotées de barrières élevées à l'entrée et confrontées à une concurrence minimale.



Les infrastructures représentent une occasion de plus en plus importante pour les investisseurs, non seulement en raison de l'ampleur, mais aussi de la portée.

Ainsi, les actions des infrastructures des services numériques et de l'énergie renouvelable semblent correspondre à ce profil, d'autant que les tendances sous-jacentes qui les soutiennent se sont également accélérées. Par exemple, les infrastructures des services numériques profitent directement du déploiement en cours des réseaux cellulaires de cinquième génération (5G), qui seront essentiels aux nouvelles technologies comme l'Internet des objets et les véhicules autonomes. Par ailleurs, il ne faut pas sous-estimer l'incidence de la

pandémie mondiale sur les actions des infrastructures numériques. Plus particulièrement, les mesures de confinement ont entraîné une augmentation considérable du recours aux services en ligne et ont peut-être changé à jamais la façon dont les gens travaillent et échangent les uns avec les autres.

De même, le rendement des titres des infrastructures des énergies renouvelables a été largement lié à la sensibilisation croissante du public à l'égard des changements climatiques et aux engagements politiques ambitieux, comme l'Accord de Paris sur le climat, qui vise à limiter le réchauffement moyen de la planète à 1,5 °C d'ici 2050, grâce à la réduction des émissions de gaz à effet de serre. Selon l'Agence internationale de l'énergie, d'ici 2025 les énergies renouvelables devraient supplanter le charbon comme principale source d'électricité dans le monde.

Les infrastructures représentent une occasion de plus en plus importante pour les investisseurs, non seulement en raison de l'ampleur, mais aussi de la portée. Bien que les actifs traditionnels comme les routes, les ponts et les pipelines demeurent au cœur du thème, la nouvelle vague de tours de téléphonie cellulaire, de parcs éoliens et de centres de données deviendront peut-être les piliers des portefeuilles d'infrastructures. ■

Veuillez consulter la section intitulée « Dénis de responsabilité ».

Rencontre du passé et du présent



L'évolution et les perspectives du marché boursier canadien



W. Robert Farquharson

Membre du conseil d'administration et vice-président du conseil
La Société de Gestion AGF Limitée



Mike Archibald, CFA®, CMT, CAIA

Vice-président et gestionnaire de portefeuille
Placements AGF Inc.

Bob Farquharson a été le premier gestionnaire de portefeuille de la stratégie d'actions de croissance canadiennes d'AGF. Mike Archibald en est le gestionnaire actuel. Voici ce que 60 ans d'expérience collective nous apprennent sur l'investissement dans l'un des dix plus grands marchés boursiers du monde.

Quand il s'agit d'investir sur le marché boursier canadien aujourd'hui par rapport à il y a 60 ans, ou même il y a seulement cinq ans, quelle est la différence la plus frappante?

BOB FARQUHARSON (BF) : Le marché était très différent au début de ma carrière, en 1963, de ce qu'il était à la fin de celle-ci, ou surtout de ce qu'il est maintenant. L'univers des titres investissables était très limité, et les données de qualité se faisaient rares. Par exemple, j'aurais probablement pu compter sur les doigts d'une main le nombre d'analystes côté vente – du moins les bons. J'ai passé une bonne partie du début de ma carrière à apprendre à analyser les actions par moi-même en lisant *Security Analysis* de Graham et Dodd. J'ignore si les gens lisent encore ce livre. J'ai bien sûr également étudié afin de devenir analyste financier agréé (CFA®). Je suis peut-être le 1 020^e titulaire; nous n'étions donc pas très nombreux à l'époque. (*Note de l'éditeur : environ 170 000 personnes détiennent présentement la désignation CFA, selon le site Web du CFA Institute.*)

Cela étant dit, j'ai consacré une bonne partie de mon temps à discuter avec des gens à la tête de sociétés intéressantes. À mes débuts, certaines sociétés ne déclaraient pas leurs ventes. Comment était-il alors possible d'analyser les normes comptables d'une société dans un tel contexte? Nous devions trouver d'autres moyens d'apprendre comment une société était gérée et quelle était sa rentabilité. Une grande partie de cela reposait sur l'établissement de relations d'affaires avec les dirigeants.

MIKE ARCHIBALD (MA) : Évidemment, mon expérience à ce jour est fort différente. L'étendue de l'univers des titres est beaucoup plus large. Les investisseurs se voient offrir plus de produits et davantage d'occasions. Ce qui me surprend le plus, c'est que l'accès à l'information est désormais illimité. Que vous soyez un investisseur institutionnel ou un particulier, il n'y a guère de différence. De nos jours, vous pouvez trouver ce que vous voulez en un clic de souris. Et cette information ne vous coûte effectivement rien – parce que la technologie a beaucoup progressé et que le rythme du changement devrait s'accélérer encore plus, au cours des dix prochaines années.



À mes débuts, certaines sociétés ne déclaraient pas leurs ventes. Comment était-il alors possible d'analyser les normes comptables d'une société dans un tel contexte?

Bob Farquharson, membre du conseil d'administration et vice-président du conseil, La Société de Gestion AGF Limitée

En revanche, y a-t-il quelque chose sur le marché canadien qui n'a pas tellement changé au fil des ans?

MA : Selon moi, la composition historique n'a pas beaucoup changé. Le caractère cyclique domine toujours le marché. Les secteurs de l'énergie, des matériels, des biens industriels et de la finance représentent encore près de 70 % de l'indice composé S&P/TSX (TSX). Cela ne risque pas de changer de sitôt, et la plupart des gestionnaires d'actions canadiennes continueront probablement d'investir considérablement dans ces secteurs.

BF : Ces secteurs ont toujours également constitué une importante partie de mon portefeuille. Notamment, les sociétés des secteurs de l'énergie et des ressources naturelles se sont avérées rentables. En outre, nous avons

toujours détenu des titres de deux ou trois des six grandes banques, et ce, pas seulement du fait de leurs résultats, mais aussi parce que nous entretenions de bonnes relations avec les équipes de direction et que nous étions convaincus de leurs visions.

Compte tenu de cette nature cyclique, le contexte macroéconomique actuel, caractérisé par une reprise économique et une hausse de l'inflation, pourrait sembler la toile de fond presque idéale pour les actions canadiennes n'est-ce pas?

MA : Dans la présente conjoncture, l'inflation et la montée des prix des produits de base sont de bon augure pour l'ensemble du marché canadien. Évidemment, il s'agit d'une bonne nouvelle pour les sociétés des secteurs de l'énergie et des mines tout comme celles des biens industriels, dont les compagnies de chemins de fer qui transportent des produits partout au pays et au sud de la frontière. Les banques tendent aussi à réaliser des bénéfices dans ce genre d'environnement, car les rendements sont habituellement à la hausse, bien que ce ne soit pas le cas cette fois-ci. La flambée des produits de base, au début du siècle actuel, représente sans doute le meilleur exemple de la portée d'un environnement inflationniste sur le marché canadien. À l'époque, le TSX était l'un des indices les plus performants au monde.

BF : Dans les années 1970, le marché canadien était également l'endroit où investir, une époque au cours de laquelle l'inflation ainsi que les prix des produits de base étaient très élevés. Nos stratégies axées sur les actions américaines peuvent avoir été malmenées au cours de cette décennie, alors qu'il faisait bon d'être un investisseur au Canada.



Et que dire des périodes qui n'ont pas été aussi favorables?

BF : Je me souviens du lundi noir à l'automne 1987; mais, la pire période est peut-être celle du début des années 1980 alors que les taux d'intérêt évoluaient dans une fourchette de 15 à 20 %. C'était incroyable, et bien des gens que je connaissais quittaient le domaine. Mais dans ce métier, il ne faut pas croire que vous serez toujours gagnant. D'après mon expérience, ceux qui pensaient ainsi ne dureraient pas longtemps.

MA : La volatilité fait partie intégrante du marché. Les corrections se produisent et sont inévitables. J'ai dû composer avec la crise financière mondiale, le déclassement de la dette américaine et plus récemment, les ventes massives découlant de la pandémie. J'ai appris que chaque crise présente toujours une cause différente, mais que les intervenants prennent presque toujours les mêmes mesures. Les émotions sont à l'origine des creux du marché, qui peuvent être difficiles à cerner, mais si vous y prêtez attention, ils donnent lieu à des occasions potentielles. La clé est de ne pas essayer de synchroniser ces occasions à la perfection.



La volatilité fait partie intégrante du marché. Les corrections se produisent et sont inévitables.

Mike Archibald, vice-président et gestionnaire de portefeuille, Placements AGF Inc.

Abstraction faite des conditions macroéconomiques, quelles sont les caractéristiques d'un titre canadien rentable?

MA : Je m'intéresse aux sociétés qui possèdent de bons antécédents de succès, une meilleure toile de fond quant aux fondamentaux et une reconnaissance du marché. Elles doivent avoir le vent en poupe et comprendre ce qui fonctionne pour elles tout en ayant un plan clair à l'égard de leur croissance future. J'ai également très confiance dans les équipes de direction qui promettent moins, mais qui dépassent les attentes. En d'autres mots, les sociétés

conservatrices au regard de leurs prévisions, et qui savent gérer les bonnes tout comme les mauvaises périodes.

BF : J'adore dénicher des PME dans lesquelles investir à long terme; mais, tout comme M. Archibald, l'un des points clés était de savoir dans quelle équipe de direction vous pouviez avoir confiance en matière de mise en œuvre. Par exemple, nous détenions des titres d'une société donnée, en partie parce que nous avions tellement confiance dans le fondateur ou le chef de la direction de celle-ci.

MA : Je décrirais ces types de placement comme des investissements à long terme que vous voulez détenir dans votre propre portefeuille. Les équipes de direction de ces sociétés sont excellentes, et les activités de ces dernières sont en mesure de traverser un cycle complet du marché; de plus, lorsque l'occasion d'acheter des titres de ces sociétés à des prix abordables en raison d'un recul important du marché se présente – comme au début de la pandémie à l'échelle mondiale – il ne faut pas lésiner.

Quelle opération d'investissement vous a le plus marqué(s)?

BF : Il y en a eu quelques-unes, dont celle d'une nouvelle compagnie aérienne au Canada dans les années 1990. Nous investissions déjà dans cette société avant qu'elle devienne ouverte. Ce n'était pas quelque chose que nous faisions souvent, mais encore une fois, j'estimais que l'équipe de direction était adroite et que le moment était bien choisi pour offrir une nouvelle ligne aérienne.

MA : J'ai fait mes premiers pas dans ce domaine en 2011, soit bien avant de me joindre à AGF et quelques années après la crise financière mondiale. L'une des autres compagnies aériennes canadiennes éprouvait des difficultés quant à sa recapitalisation, et ses actions se négociaient à moins d'un dollar – mais, nous pensions que la société allait se redresser. À l'époque, il s'agissait d'un investissement controversé, mais le rendement du capital investi ressemblait énormément à celui d'un capital-investissement sur le plan de son ampleur.

Pour conclure, quelles sont vos perspectives à l'égard du marché canadien l'an prochain et au-delà?

BF : Au sens large, l'argent va devenir plus cher, mais il est encore très abordable – ce qui est de bon augure pour les marchés.

MA : Je suis d'accord. Les taux d'intérêt restent extrêmement bas et devraient étayer des évaluations supérieures de même que des flux positifs sur le marché canadien si l'économie mondiale demeure solide. À plus long terme, les plaques tournantes des technologies, soit des villes comme Waterloo, en Ontario, qui continuent à produire des exemples de réussite, devraient présenter davantage de potentiel aux investisseurs. Les domaines de la durabilité ainsi que des innovations vertes devraient influer sur le marché de manière plus importante au cours des prochaines années. ■

Veuillez consulter la section intitulée « Dénis de responsabilité ».





Et si l'inflation persistait – ou la stagflation s'installait?

Des membres de l'équipe de gestion de placements d'AGF échangent au sujet des occasions et des risques que la hausse des prix en période de croissance économique – ou de stagnation – pourrait présenter à leurs secteurs respectifs.

DILLON CULHANE, RICHARD FISHER, ANGELA RHODEN, STEPHEN DUENCH ET ABHISHEK ASHOK



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



Richard Fisher, M. A. (Écon.)
Cochef, Recherche sur les actions,
et analyste des actions
Placements AGF Inc.



Angela Rhoden, CFA®
Analyste des actions mondiales
Placements AGF Inc.



Stephen Duench, CFA®
Vice-président et gestionnaire de portefeuille
Placements AGF Inc.



Abhishek Ashok, M.A., MFE
Analyste
Placements AGF Inc.



ÉNERGIE ET SERVICES AUX COLLECTIVITÉS

Transmettre les coûts plus élevés

Dillon Culhane

L'inflation touche les secteurs de l'énergie, des services aux collectivités et de l'électricité de diverses façons, selon le genre d'activité, mais les investisseurs avisés devraient trouver des occasions dans tous les secteurs.

Les producteurs de pétrole et de gaz profitent habituellement de la hausse des prix de l'énergie puisque leurs revenus supérieurs compensent largement les augmentations inflationnistes des coûts de la main-d'œuvre, des matériaux et du carburant. Les producteurs les mieux positionnés tendent à être plus efficents et à posséder des contrats de service verrouillés ou des taux de déclin faibles relativement à la production, pour les aider à réduire le réinvestissement en capital.

En revanche, les sociétés de services écoénergétiques ne s'en sortent pas aussi bien, leurs pouvoirs de fixation des prix se limitant à la transmission des coûts plus élevés aux clients, en raison de la rigueur en matière d'investissement de la part des producteurs et de l'excédent de capacité d'équipements tels que les appareils de forage. Si l'inflation persiste, les sociétés de services qui exercent leurs activités dans les secteurs où les barrières à l'entrée sont élevées, où les concurrents sont disciplinés, où les équipements de rechange sont limités et où le pouvoir de fixation des prix est soutenu, tireront parti de la situation.

Les secteurs des services aux collectivités et de l'électricité possèdent leur évolution propre face à une inflation galopante. Les sociétés réglementées de services aux collectivités devraient relativement bien tenir

le cap, car elles peuvent faire passer les coûts plus élevés aux clients en majorant leurs tarifs, et elles bénéficient du potentiel à long terme de taux de rendement réglementés supérieurs.

L'incidence sur les producteurs d'énergie non réglementés ainsi que sur les promoteurs de projets renouvelables sera plus marquée. Bien que la plupart des grands promoteurs n'aient pas encore été autrement touchés par l'inflation, les petites sociétés sont plus vulnérables en raison de leur taille réduite, de leurs coûts de financement plus élevés, de leur pouvoir de négociation moindre auprès des fournisseurs et de l'obtention plus difficile de clients à long terme. Bon nombre des fournisseurs d'équipements (panneaux solaires, éoliennes, batteries) ont été durement touchés par la hausse des coûts des intrants, comme l'acier et le transport.

Ces prospectives supposent que l'inflation poursuit sa hausse et que la croissance économique demeure solide. Si la croissance ralentit et que la stagflation devient une menace, la demande d'énergie pourrait chuter et exercer des pressions à la baisse sur ces prix. Néanmoins, ce scénario pourrait ne pas être préoccupant étant donné qu'une grande partie de la demande d'énergie est inélastique (électricité, chauffage, produits pétrochimiques), tandis que les sous-secteurs plus élastiques comme les déplacements quotidiens et le transport aérien ont beaucoup reculé au cours des deux dernières années et semblent vouloir se redresser, tant que la pandémie n'empire pas.

La stagflation ne devrait également avoir que peu d'incidence sur les services aux collectivités, vu que les modèles d'entreprise de faible croissance des sociétés dans ce secteur permettent à celles-ci de toucher des

rendements réglementés sur le capital dépensé dans des sous-secteurs tels que la modernisation des réseaux, le remplacement d'installations, la protection accrue contre les tempêtes et la décarbonisation.

La tendance à long terme quant à la décarbonisation à l'échelle mondiale alimente la forte croissance du sous-secteur des énergies renouvelables, dissociant quelque peu ce dernier de tout ralentissement de la croissance économique.



FINANCE

Établir le niveau

Richard Fisher

Les titres du secteur de la finance comptent parmi les titres les plus rentables au cours de la dernière année et devraient tirer parti d'un environnement de hausse des prix et des salaires. L'évolution des taux d'intérêt pourrait déterminer l'ampleur et la durée de ce mouvement.

En règle générale, les titres de sociétés financières possédant des bilans avec des actifs sensibles réagissent favorablement à l'anticipation des majorations de taux et des décisions prises par de nombreuses banques centrales, relativement à de telles politiques.

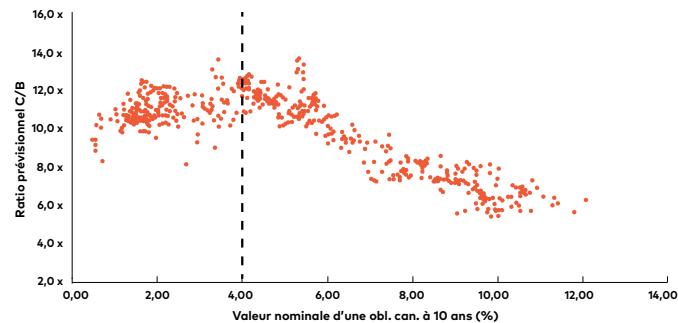
Les compagnies d'assurance vie, par exemple, prospèrent quand les taux sont plus élevés – ou, d'un point de vue plus technique, lorsqu'il y a accentuation de la courbe de rendement – car les polices qu'elles vendent nécessitent un certain niveau de réserves, pour les réclamations futures, établi selon un taux d'intérêt implicite. Si les taux d'intérêt augmentent, la valeur des réserves requises diminue, en raison d'un taux de capitalisation plus élevé, et la différence, entre le montant nécessaire avant la hausse du taux et celui après cette mesure, peut être passée en bénéfices.

Du côté des banques, l'impact de taux plus élevés diffère légèrement, mais s'avère habituellement positif, jusqu'à un certain point. Pourquoi? Lorsqu'une banque centrale commence à majorer son taux de référence, les marges des banques s'agrandissent, car les prêts à taux variable sont immédiatement réévalués à la hausse, tandis que les taux offerts relativement aux dépôts ne réagissent

pas aussi rapidement – étant à peine relevés lors des deux premières hausses de taux. Par conséquent, l'écart entre les actifs (c.-à-d. les prêts) et les passifs (c.-à-d. les dépôts) des banques s'élargit et les bénéfices augmentent, entraînant une hausse des évaluations. Un fait peut-être encore plus important à souligner : pendant le cycle actuel, les banques pourraient retarder le redressement de leurs taux d'intérêt créditeur, étant donné que le système regorge de dépôts provenant de divers programmes d'aide liés à la pandémie, ce qui prolongerait la période d'accroissement des marges.

Mais cette relation a toujours été tributaire du niveau absolu des taux d'intérêt et peut fonctionner en sens inverse si les taux montent. Par exemple, l'évaluation de l'indice S&P/TSX – Banques affiche une corrélation positive avec le rendement d'une obligation du gouvernement du Canada à 10 ans quand le rendement est inférieur à 4 %, mais cette corrélation devient négative lorsque le rendement dépasse ce seuil, selon des recherches effectuées par BMO Marchés des capitaux. Il n'est donc pas surprenant qu'il s'agisse également du niveau historique à partir duquel des taux d'intérêt plus élevés freinent la croissance économique.

Évaluations – banques canadiennes c. rendements d'une obligation canadienne



Source: BMO Marchés des capitaux. Chaque point dans le graphique représente le ratio prévisionnel cours/bénéfices de l'indice S&P/TSX – Banques depuis 1984. Le dernier point de données est au 15 novembre 2021.

En d'autres mots, l'inflation devrait rester un catalyseur pour les banques – et les titres financiers dans leur ensemble – jusqu'à ce que des taux de plus en plus élevés pour lutter contre la flambée des prix provoquent un ralentissement ou une contraction de l'activité économique. Étant donné que les taux actuels de

la Réserve fédérale américaine se situent dans une fourchette de 0 à 0,25 % et que le taux du financement à un jour de la Banque du Canada s'établit à 0,25 %, ce point de bascule pourrait être encore loin.



BIENS INDUSTRIELS

La réponse : automatisation

Angela Rhoden

Les sociétés industrielles ont connu des pressions croissantes à l'égard de leurs coûts au cours des derniers mois, car elles tendent à être exposées à la hausse des prix des produits de base, à la montée des salaires et aux contraintes de la chaîne d'approvisionnement. Si l'inflation persiste en 2022, les marges risquent de subir des pressions et les bénéfices de suivre une tendance à la baisse.

Dans une telle conjoncture, le pouvoir de fixation des prix est essentiel pour les sociétés. En transmettant les coûts plus élevés, soit immédiatement, soit sur une période de trois à six mois, elles sont plus susceptibles de protéger leur rentabilité. Les sociétés qui sont peu exposées aux prix des produits de base ou qui peuvent réaliser des économies de coûts devraient relativement mieux tirer leur épingle du jeu, au sein du secteur des biens industriels. Synonyme de qualité, ces sociétés ont par le passé accru leurs marges et occupé le peloton de tête de divers sous-secteurs, y compris ceux des composants et équipements électriques, de la machinerie industrielle, des produits de construction, des services de recherche et de conseil et des conglomérats industriels.

Une inflation persistante pourrait également soutenir les tendances de dépenses relatives à l'automatisation, donnant un élan de croissance à certaines sociétés industrielles. Aux États-Unis, les salaires dans le secteur manufacturier augmentent au rythme le plus rapide depuis 1982, et le nombre de postes non pourvus a atteint le niveau le plus élevé des 20 dernières années, selon des recherches de la Bank of America Merrill Lynch.

D'un point de vue historique, la réaction des sociétés à l'égard de l'inflation des salaires et de la pénurie de main-d'œuvre consiste en des dépenses accrues en fait d'automatisation afin de réduire les coûts et d'accroître la productivité. Plusieurs fournisseurs d'équipements ou de logiciels d'automatisation industrielle et d'entrepôt au sein du secteur devraient pouvoir tirer parti d'investissements supérieurs dans l'automatisation.

Si la croissance économique ralentit ou s'interrompt dans une conjoncture d'inflation persistante, les « gagnants à long terme » qui prennent part à des tendances telles que l'électrification et l'automatisation devraient s'en sortir relativement bien. Cela dit, les marchés n'ont pas traversé de période de stagflation classique depuis des décennies, et de nombreuses sociétés du complexe industriel d'aujourd'hui n'existaient pas sous leur forme actuelle à l'époque. Cependant, les indices des directeurs d'achats du secteur de la fabrication ont reculé sur plusieurs courtes périodes aux États-Unis, et ce, alors que les pressions inflationnistes augmentaient.

Les titres défensifs pourraient également bien se comporter dans un tel environnement, tout comme les sociétés industrielles sensibles au pétrole, y compris celles de machinerie qui vendent de l'équipement aux sociétés minières, pétrolières et gazières ou celles de biens d'équipement qui offrent des logiciels d'automatisation au complexe pétrolier. Les fabricants d'équipements agricoles devraient également être rentables, car les bilans des exploitations agricoles s'améliorent, appuyant ainsi la demande d'équipements.

Bref, dans ce contexte incertain, nous privilégions les sociétés de qualité, dotées d'un pouvoir de fixation des prix, d'une participation favorable aux marchés finaux et d'équipes de direction de premier plan, en mesure de surmonter certains obstacles structurels au moyen d'une solide exécution. ■

Veuillez consulter la section intitulée « Dénis de responsabilité ».

Que dire de la relation entre les facteurs et l'inflation?

Stephen Duench et Abhishek Ashok

Si l'inflation touche différemment certains secteurs de l'économie, il en va de même pour les facteurs. Selon nos recherches, lorsque l'économie continue de croître et que les rendements des obligations à court et à long termes augmentent, le facteur Valeur est généralement privilégié par la hausse des prix. Mais cela n'est pas le cas en période de stagflation. En fait, ce facteur – ainsi que divers sous-facteurs connexes – figure parmi les moins lucratifs lorsque les prix montent et que la croissance économique s'essouffle, entraînant une baisse des rendements à long terme.

Bien sûr, il ne s'agit pas du seul facteur qui soit influencé par l'inflation et la croissance économique. Les titres à bêta élevé, par exemple, tendent à mieux se comporter que ceux à faible volatilité en période d'activité économique vigoureuse et inflationniste, mais leurs rendements sont médiocres lors d'une stagflation. Qui plus est, les facteurs Croissance et Qualité sont peu touchés par l'un ou l'autre de ces contextes; tandis qu'ils enregistrent leurs meilleurs rendements relatifs quand les prix augmentent et que la croissance faiblit.

Indice S&P 500 : Rendement des facteurs dans un contexte inflationniste

Facteurs	Sous-facteurs	Inflation (avec croissance)	Stagflation
Croissance	Croissance prospective	-0,1	0,4
	Croissance du revenu	0,0	0,2
	Croissance des bénéfices	0,0	0,1
Valeur	Évaluation approfondie	0,4	-0,5
	Valeur cyclique	0,4	-0,4
	Valeur du revenu	0,2	-0,3
	Valeur de qualité	0,2	-0,2
Qualité	Marges importantes	-0,1	0,1
	Productivité du capital	-0,1	0,3
	Faible effet de levier	0,1	-0,1
	Rentabilité	-0,1	0,2
	Stabilité des bénéfices	-0,3	0,2
	Solidité des bilans	0,3	-0,2
Risque	Faible volatilité	-0,8	0,6
	Bêta élevé	0,9	-0,7

Source : Placements AGF Inc., avec des données de FactSet mesurant les rendements relatifs moyens mobiles sur trois mois. Les périodes « d'inflation et de croissance » constituent tout mouvement à la hausse, d'une semaine sur l'autre, des rendements d'un bon du Trésor américain à court et à long termes depuis 2000. Les périodes de stagflation sont mesurées en fonction des mouvements à la hausse, d'une semaine sur l'autre, des rendements d'un bon du Trésor américain à court terme qui coïncident avec ceux à la baisse d'un bon du Trésor américain à long terme.

Six réflexions sur la politique et ses répercussions potentielles sur les marchés



Le stratège politique en chef, politique américaine, d'AGF nous présente plusieurs événements politiques à suivre en 2022

GREG VALLIERE



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

En 2021, Washington aura connu des émeutes, des dysfonctionnements au sein du Congrès, une politique étrangère en crise et l'émergence d'une inflation aussi grave que préoccupante. Espérons que 2022 sera une année plus stable.

En effet, tout semble possible dans cette ville puisque les deux partis se partagent les deux chambres du Congrès américain à parts égales, ou presque, et que le public prend farouchement des positions politiques sur tout, du port du masque à l'immigration. Mais que peut bien nous réservier l'année à venir?

1 | Un changement d'attitude

Jusqu'à l'été dernier, les Américains semblaient relativement satisfaits de la politique du président des États-Unis, Joe Biden, et de l'économie du pays, mais le retrait de l'Afghanistan a déclenché un revirement de l'opinion publique. Il faut dire que peu soutiennent l'« impôt sur la fortune », le programme Medicare pour tous, le retrait du financement des forces de police ou l'ajout de sièges à la Cour suprême. Cela étant dit, deux changements d'attitude pourraient surprendre. D'une part, l'aversion pour les grosses dépenses publiques est croissante puisque, selon le public, elles sont un facteur important de l'inflation. Les dépenses supplémentaires, qui se chiffrent à des milliers de milliards de dollars, semblent recevoir de moins en moins de soutien. D'autre part, l'adhésion aux réformes climatiques stagne puisque la pénurie de combustibles fossiles, que sont le charbon, le pétrole et le gaz naturel, nuit à l'opinion publique.

2 | Une lune de miel de courte durée pour Joe Biden

Elle aura duré moins d'un an, avec une cote de confiance désormais aussi basse que celle que Donald Trump a pu connaître. Joe Biden, qui a été tenu responsable de tout, de l'immigration illégale à la criminalité dans les zones urbaines, risque de faire face à un revers lors des élections de mi-mandat en novembre prochain. Il semble en effet fort probable que les républicains s'empareront de la Chambre des représentants, et peut-être même du Sénat.

3 | L'ère des organismes de réglementation

Au chapitre de la réglementation, Joe Biden a nommé des responsables parmi les plus radicaux dans l'histoire récente et il est possible que ceux-ci agissent avec fermeté quant aux questions de politique antitrust, de réglementation énergétique, de surveillance des services financiers, du secteur des technologies et de l'industrie pharmaceutique, entre autres. Par conséquent, les relations entre Washington et le monde des affaires pourraient devenir très tendues.

4 | Donald Trump est toujours en vue

Il n'est pas près de se tenir à l'écart. S'il fait l'objet de nombreuses poursuites judiciaires, il les rejettéra en les qualifiant de « fausses nouvelles », et ce, avec le soutien de la plupart de ses partisans. Va-t-il se présenter aux élections de 2024? Cela est fort probable. Mais une minorité républicaine de plus en plus bruyante, dont font partie Liz Cheney et Chris Christie, se dressera contre lui.

5 | L'énergie : une question de pénurie

L'édition 2021 de la Conférence des Nations Unies sur les changements climatiques, qui s'est tenue à Glasgow le mois dernier, a donné lieu à quelques ententes. Ironiquement toutefois, le principal enjeu dans l'immédiat n'est pas le réchauffement climatique, mais plutôt la pénurie de combustibles fossiles, qui pourrait s'aggraver en Europe occidentale et ailleurs, pendant la saison hivernale. On sait que les énergies renouvelables telles que les énergies éolienne et solaire, tout comme les entreprises privées les plus engagées, apporteront graduellement des améliorations considérables, mais la réalité est simplement que le monde aura besoin de gaz naturel, de charbon et de pétrole, cet hiver.

6 | Une géopolitique en plein mouvement

La bonne nouvelle est que les relations entre les États-Unis, l'Europe de l'Ouest, le Canada, l'Inde et même la Chine pourraient légèrement s'apaiser et que les échanges entre Beijing et Washington, même s'ils restent tendus, pourraient devenir plus courtois, même avec le maintien des tarifs douaniers. Les deux points les plus sensibles se trouvent probablement en Europe centrale et concernent l'immigration et le gaz naturel, alors que Vladimir Poutine attise les tensions. Au Moyen-Orient, la situation est toujours explosive. Pour l'instant, il semble que l'Iran soit source de provocations dans le golfe Persique. ■

Veuillez consulter la section intitulée « Dénis de responsabilité ».

Dénis de responsabilité

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 6 décembre 2021. Ils ne devraient pas être considérés comme des conseils exhaustifs en matière de placement applicables à la situation d'une personne en particulier. Nous avons pris les mesures nécessaires pour nous assurer de l'exactitude de ces commentaires au moment de leur publication, mais cette exactitude n'est pas garantie. Les conditions du marché peuvent changer et Placements AGF n'accepte aucune responsabilité pour des décisions de placement prises par des individus et découlant de l'utilisation ou sur la foi des renseignements contenus dans ce document.

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

Les références concernant des titres spécifiques sont présentées uniquement pour illustrer l'application de notre philosophie de placement et ne représentent pas tous les titres achetés, vendus ou recommandés pour le portefeuille. Il ne faut pas supposer que les placements dans les titres mentionnés ont été ou seront rentables et ces références ne doivent pas être considérées comme des recommandations de Placements AGF Inc. La diversification ne garantit pas l'obtention d'un rendement et n'élimine pas le risque de perte. Vous ne pouvez pas investir directement dans un indice.

Les rendements hypothétiques sont présentés selon les rendements indicuels et aux fins d'illustration seulement. Ils ne représentent pas les rendements réels et ne garantissent pas les rendements futurs.

Placements AGF est un groupe de filiales en propriété exclusive de La Société de Gestion AGF Limitée, un émetteur assujetti au Canada. Les filiales de Placements AGF sont Placements AGF Inc. (PAGFI), AGF Investments America Inc. (AGFA), AGF Investments LLC (AGFUS) et AGF International Advisors Company Limited (AGFIA). AGFA et AGFUS sont inscrites aux États-Unis à titre de conseillers. PAGFI est inscrite à titre de gestionnaire de portefeuille auprès des commissions de valeurs mobilières à travers le Canada. AGFIA est réglementée par la Central Bank of Ireland et est inscrite auprès de l'Australian Securities & Investments Commission. Les filiales faisant partie de Placements AGF gèrent plusieurs mandats comprenant des actions, des titres à revenu fixe et des éléments d'actif équilibrés. Le terme AGF peut faire référence à une ou à plusieurs des filiales directes ou indirectes de La Société de Gestion AGF Limitée ou à toutes ces filiales conjointement. Ce terme est utilisé pour plus de commodité et ne décrit pas précisément les sociétés distinctes qui gèrent chacune leurs propres affaires.

Le terme AGF peut faire référence à une ou à plusieurs des filiales directes ou indirectes de La Société de Gestion AGF Limitée ou à toutes ces filiales conjointement. Ce terme est utilisé pour plus de commodité et ne décrit pas précisément les sociétés distinctes qui gèrent chacune leurs propres affaires.

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

Tous les droits relatifs à l'indice Marchés émergents FTSE (l'« indice ») sont réservés à FTSE International Limited (« FTSE »). « FTSE® » est une marque de commerce de London Stock Exchange Group; elle est utilisée par FTSE en vertu d'une licence. Les indices sont calculés par FTSE ou son représentant. FTSE n'accepte aucune responsabilité quant à (a) l'utilisation, la fiabilité ou les erreurs de l'indice. FTSE ne fait aucune réclamation, prédition ou déclaration et n'offre aucune garantie quant à la pertinence de l'indice pour les fins pour lesquelles Placements AGF Inc. les utilise.

Les renseignements fournis par MSCI sont réservés à un usage interne. Ils ne peuvent être reproduits ni rediffusés sous quelque forme que ce soit et ne peuvent être utilisés pour créer des instruments, des produits ou des indices financiers. Aucun des renseignements fournis par MSCI n'est destiné à constituer un conseil d'investissement ni une recommandation en faveur (ou en défaveur) d'un type de décision d'investissement et ils ne peuvent être utilisés comme tels. Les données et les analyses antérieures ne doivent pas être considérées comme l'indication ou la garantie d'une analyse, d'une prévision ou d'une prédition du rendement futur. Les renseignements sont fournis par MSCI « en l'état » et leur utilisateur assume l'entièr responsabilité de l'usage qu'il en fait. MSCI, chacune de ses filiales ainsi que chaque personne participante ou liée à la collecte, à la saisie ou à l'élaboration de renseignements de MSCI (collectivement, les « Parties MSCI ») se dégagent expressément de toute responsabilité (notamment en termes d'originalité, d'exactitude, d'exhaustivité, de pertinence, de non-violation, de qualité marchande et d'adéquation à un usage particulier) en ce qui concerne ces renseignements. Sans préjudice de ce qui précède, une Partie MSCI ne peut en aucun cas être tenue responsable des dommages directs, indirects, particuliers, collatéraux, punitifs, consécutifs (y compris la perte de bénéfices) ou de toute autre nature. (www.msci.com)

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

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

Dénis de responsabilité (suite)

Crédit privé (pages 22-23)

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 créances privées.

Les points de vue exprimés dans ce document sont fournis à titre de renseignements d'ordre général et sont fondés sur de l'information disponible au 6 décembre 2021. Ils ne devraient pas être considérés comme des conseils personnels 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 l'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 gestionnaires de portefeuille 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.



Placements AGF Inc.

Tour Banque Toronto-Dominion
66, rue Wellington Ouest
31^e étage
Toronto (Ontario) M5K 1E9

Site web : AGF.com

Courriel : Tigre@AGF.com

Date de publication : le 6 décembre 2021.