A close-up photograph of a dandelion seed head against a clear blue sky. The seed head is in the process of dispersing, with several individual seeds and their feathery parachutes floating away from the main cluster. The stem of the dandelion is visible in the lower right corner.

**Changement de
paradigme : Pourquoi
faut-il miser sur les
titres de créance?**

Points clés à retenir

- En 2022, nous avons été témoins d'un changement de paradigme sur les marchés. Les investisseurs pourraient y penser à deux fois avant d'acheter les actions à la baisse en raison du nouveau contexte et des niveaux de valorisation.
- Compte tenu des perspectives actuelles, nous pensons que les investisseurs devraient envisager de remplacer tactiquement une partie du risque lié aux actions par du risque de crédit.
- Cela devrait rendre leur portefeuille plus résilient dans un contexte d'incertitude pour les actifs à risque. Cela permettrait également aux investisseurs de tirer parti du rapport revenu/rendement plus intéressant offert par les titres de créance comparativement aux actions.

Attentes de récession

Aujourd'hui, de nombreux acteurs du marché anticipent une récession courte et peu profonde, suivie d'une réduction des taux d'intérêt dans quelques trimestres. Cela est reflété par la forme inversée de la courbe de rendement, les taux d'intérêt à court terme étant beaucoup plus élevés que les taux à long terme. Après une décennie de hausse des marchés boursiers, les investisseurs semblent également miser sur un rebond à court terme des actions. La forte remontée des cours boursiers observée du début d'octobre au début de décembre 2022 laisse croire que la stratégie qui consiste à acheter les actions à la baisse continue d'avoir du succès. Historiquement, les actions ont souvent enregistré une forte hausse au cours des deux premières années suivant la fin d'une récession (la période de 2001 à 2003 faisant exception à cette règle). Toutefois, nous estimons qu'une plus grande vigilance s'impose à ce stade-ci, et qu'une approche plus défensive serait plus avantageuse pour les investisseurs.

Le changement de paradigme

Nous pensons qu'il y a eu un changement de paradigme en 2022, marquant une rupture décisive avec la décennie précédente. Plus précisément, compte tenu de la politique monétaire extraordinaire menée ces dernières années, les investisseurs devraient vraiment se demander si le marché a raison d'espérer que le scénario traditionnel de la récession s'applique. Compte tenu des niveaux d'endettement élevés à l'échelle mondiale, de la démondialisation, de la décarbonisation, de la démographie, de la géopolitique et de la probabilité de chocs d'offre plus fréquents, il y a de bonnes raisons de croire que le monde a connu un changement de régime majeur. À tout le moins, il semble clair que la longue période de faible inflation, de volatilité réduite et de conditions financières favorables est révolue.

La volatilité élevée et l'incertitude macroéconomique devraient soulever de réelles préoccupations quant au rendement futur probable des portefeuilles axés sur les actions. Rétrospectivement, il ne fait aucun doute que les conditions monétaires et de liquidité ont été incroyablement favorables aux investisseurs dans les actions sur les marchés publics et privés, en particulier ceux ayant adopté des stratégies d'achat d'actifs utilisant l'effet de levier. Toutefois, si les banques centrales sont susceptibles de modérer le rythme des hausses de taux d'intérêt, nous ne nous attendons pas à un retour aux politiques de relance. La probabilité que les taux soient « plus élevés plus longtemps » reflète la crainte que l'inflation persiste durablement, ce qui représenterait le pire scénario pour l'économie américaine. Suivant l'exemple de Paul Volcker dans les années 1980, les banques centrales ont fait part de leur détermination à vaincre l'inflation de manière décisive avant d'assouplir leur politique.

Comprendre les valorisations

Bien que les marchés boursiers aient subi une correction importante, surtout aux États-Unis, les valorisations sont encore loin d'être intéressantes par rapport aux normes historiques. Les actions ont subi une baisse en raison de la hausse des taux d'intérêt.

Mais les valorisations des actions ont-elles suffisamment chuté quand on tient compte des perspectives de récession et de ralentissement économique?

En période d'incertitude, il est important de porter attention aux valorisations comme point d'ancrage. Les études qui comparent les valorisations actuelles aux tendances à long terme suggèrent que les actions se négocient encore au-dessus de leur juste valeur. Un exemple de ce type d'analyse est présenté ci-dessous, qui provient de la société d'experts-conseils américaine Research Affiliates. Selon ses conclusions, même après la correction du marché de 2023, de nombreux marchés boursiers afficheraient une surévaluation de 10 à 20 % par rapport à leur juste valeur à long terme.

Les analyses suggèrent que de nombreux marchés des actions sont encore largement surévalués selon les multiples actuels

Marché des actions	Index	Multiple cours/bénéfice actuel	Multiple cours/bénéfice de la juste valeur	Surévaluation estimative (%)
Tous les pays	MSCI Monde tous pays	22,2 x	19,7 x	12,6 %
Pays développés	MSCI Monde	23,9 x	20,8 x	14,9 %
Marchés émergents	MSCI Marchés émergents	13,4 x	14,4 x	-6,7 %
Sociétés américaines à grande capitalisation	S&P 500	27,8 x	22,8 x	21,7 %
Canada	MSCI Canada	19,4 x	18,8 x	2,9 %

Indice MSCI Monde tous pays, indice MSCI Monde, indice MSCI Marchés émergents, indice S&P 500, indice MSCI Canada.

Research Affiliates estime les évaluations et prévoit les rendements des indices boursiers à l'aide d'un modèle qui additionne le rendement estimé en dividendes, la croissance prévue du bénéfice par action (BPA) réel et la valorisation prévue. Le rendement estimé en dividendes est extrapolé à partir du dividende par action. La croissance prévue du BPA réel est calculée à partir des tendances historiques. La composante de la valorisation prévue est fondée sur le retour à la moyenne du rendement réel des actions corrigé des variations cycliques. Pour obtenir de plus amples renseignements, rendez-vous au <https://www.researchaffiliates.com/content/dam/ra/documents/asset-allocation/aa-methodology-822.pdf>

Source : Research Affiliates, Asset Allocation Interactive (décembre 2022).

Cette surévaluation pourrait déboucher sur des attentes trop optimistes à l'égard des bénéfices des sociétés.

Si les cours des actions ont intégré la hausse des taux d'intérêt, nous pensons que les investisseurs n'ont pas suffisamment pris en compte les répercussions d'un ralentissement de l'économie sur les profits/bénéfices. Cela s'explique notamment par la détérioration de la conjoncture économique mondiale et la pléthore de facteurs conjoncturels et structurels défavorables (resserrement du marché du travail, inflation, hausse des coûts de financement, vigueur du dollar américain, démondialisation et délocalisation, fardeau réglementaire croissant, etc.). Les marges bénéficiaires globales des entreprises sont actuellement bien supérieures à la moyenne à long terme (d'environ deux écarts-types). Il ne fait aucun doute qu'un retour notable vers la moyenne des bénéfices précipiterait une nouvelle baisse des actions, et l'histoire montre que le troisième recul est souvent le plus grave.

Risque lié aux actions par rapport au risque de crédit

Compte tenu de ces considérations, nous pensons que les investisseurs devraient envisager de remplacer une partie du risque lié aux actions par du risque de crédit. Comme nous l'avons mentionné précédemment, nous pensons qu'un changement de régime a eu lieu sur les marchés et que la période à venir sera caractérisée par une volatilité accrue et une incertitude macroéconomique. Au vu des valorisations, nous pensons également que les marchés boursiers pourraient se montrer encore plus fragiles. Dans cette optique, nous pensons que les attributeurs qui disposent de la souplesse nécessaire pour ajuster les pondérations du portefeuille devraient peut-être remplacer tactiquement une partie du risque lié aux actions par du risque de crédit.

Cette stratégie présente deux avantages pour les investisseurs :

1 Compte tenu des perspectives incertaines des marchés, les investisseurs bénéficieraient d'un portefeuille plus résilient et mieux protégé contre les baisses.

2 Elle permet aux investisseurs de tirer parti d'un écart important entre l'attrait relatif des rendements obligataires et celui des rendements réels des actions.

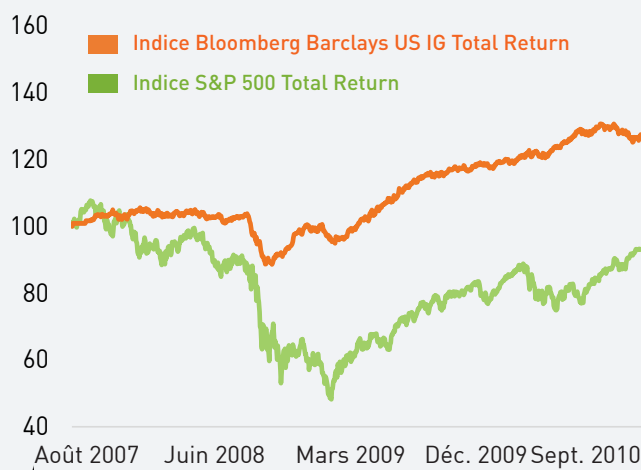
En ce qui concerne le premier avantage, il faut garder à l'esprit que, par rapport aux placements en actions, les placements en titres à revenu fixe procurent une place prioritaire dans la structure du capital d'une société, une protection accrue contre les clauses restrictives et un revenu constant. Ces caractéristiques aident à expliquer pourquoi les titres à revenu fixe tendent à être plus résilients en période de tension et offrent une protection contre les baisses pour un portefeuille équilibré. De plus, les titres à revenu fixe ont tendance à rebondir plus rapidement que les actions lorsque les marchés se stabilisent. Le graphique suivant illustre deux corrections de marché récentes et montre les différences de repli entre les indices d'actions et les indices de titres à revenu fixe.

Durant les périodes de tension sur les marchés, les placements dans les titres de créance de première qualité ont fait preuve d'une résilience bien supérieure à celle des placements dans les actions

Crise financière mondiale (2008)

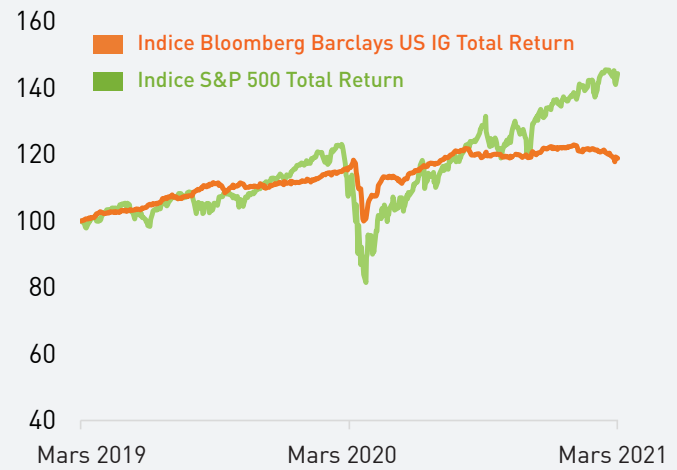
Pandémie de COVID-19 (2020)

Croissance d'un placement de 100 \$



Baisse maximale : Actions = -52 %
Titres de créance de première qualité = -15 %

Croissance d'un placement de 100 \$



Baisse maximale : Actions = -34 %
Titres de créance de première qualité = -15 %

Source : Bloomberg.

La baisse maximale liée à la crise financière mondiale a été calculée entre le 19 mai 2008 et le 3 mars 2009 pour le S&P 500 et entre le 9 septembre 2008 et le 31 octobre 2008 pour les titres américains de première qualité.

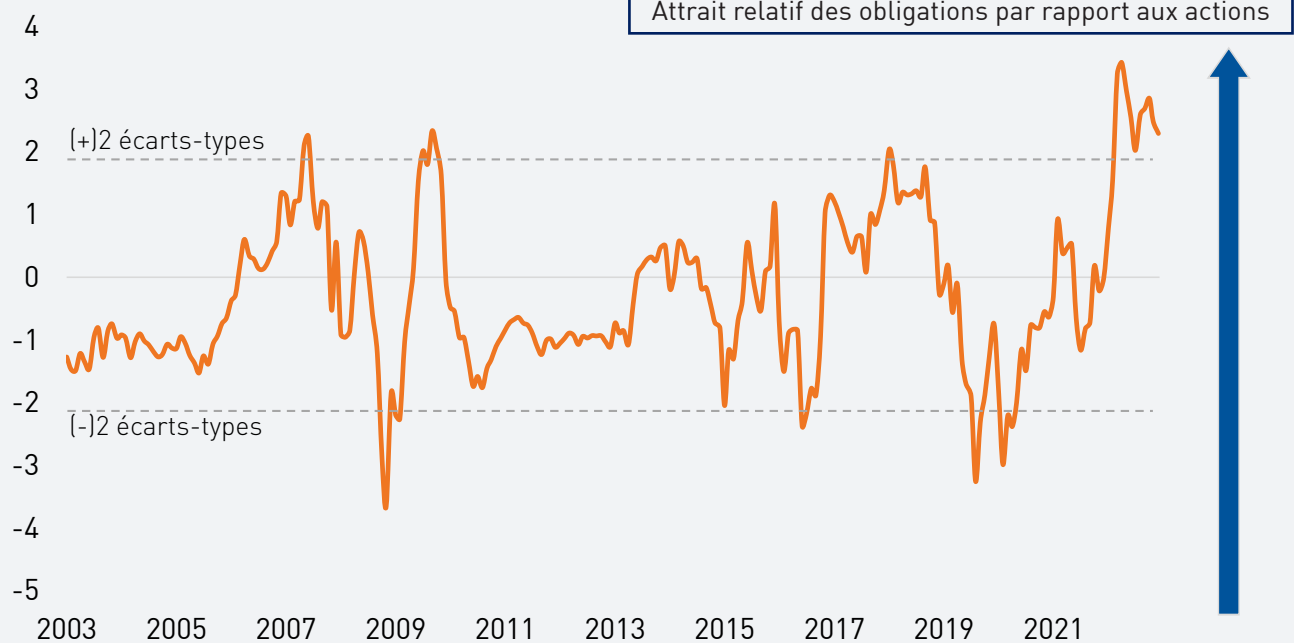
La baisse maximale liée à la pandémie de COVID-19 a été calculée du 19 février 2020 au 23 mars 2020 pour le S&P 500 et du 6 mars 2020 au 20 mars 2020 pour les titres américains de première qualité.

Cette résilience supplémentaire n'implique pas nécessairement un sacrifice des revenus ou des rendements. Par rapport au rendement réel des actions, nous pensons que le rendement des coupons des titres à revenu fixe est très intéressant selon les normes historiques. Les valorisations de presque toutes les catégories d'actifs publics ont chuté de manière significative en 2022. Toutefois, nous croyons que les titres à revenu fixe et les titres de créance ont été revalorisés à des niveaux très intéressants, tandis que les actions pourraient encore présenter un risque de baisse. Une façon d'envisager cette situation consiste à examiner le ratio des rendements des obligations par rapport aux rendements réels des actions pour évaluer la faiblesse relative des deux catégories d'actifs. Ce rapport est actuellement à son plus haut niveau depuis plusieurs décennies, favorisant les obligations par rapport aux actions. Il est de deux à trois écarts-types en faveur des obligations.

Il s'agit d'une divergence importante, bien qu'elle concorde avec les événements d'autres périodes de l'histoire qui ont précédé une récession. Les titres à revenu fixe ont tendance à être réévalués très rapidement lorsque les taux d'intérêt à court terme augmentent, tandis que la réévaluation des placements en actions peut prendre plus de temps puisque les investisseurs digèrent l'incidence réelle des taux d'intérêt plus élevés sur une plus longue période. Nous pensons que c'est ce qui s'est produit au cours des deux derniers trimestres de 2022.

Le ratio des rendements des obligations par rapport aux rendements réels des actions est de deux à trois écarts-types au-dessus de la moyenne à long terme, donc en faveur de la détention d'obligations

Écart-type par rapport au ratio moyen



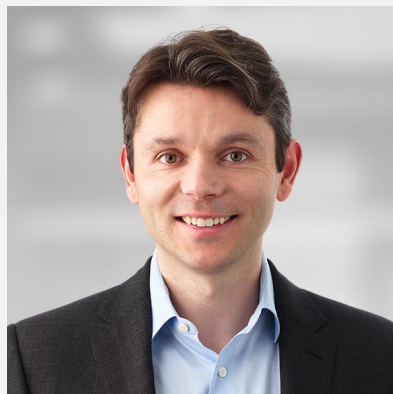
Données au 31/12/2022. Source : Absolute Strategy Research. Rendement des obligations mondiales : mesuré selon le rendement au pire de l'indice Bloomberg Global-Aggregate Total Return Index Value Unhedged USD; rendements réels des actions : mesuré selon le rendement réel des actions de l'indice MSCI. L'écart réduit correspond à la valeur observée à un moment donné moins la moyenne de l'ensemble de données, divisée par l'écart-type sur trois ans de l'ensemble de données.

Conclusion

Nous pensons que 2022 a été une année charnière, marquant le passage à un nouveau paradigme, qui se caractérisera par une politique monétaire plus stricte, moins de liquidités et une volatilité accrue. Nous en sommes encore aux prémices de ce nouveau régime et l'avenir demeure largement incertain. Nous pensons que les investisseurs qui misent sur des portefeuilles fortement axés sur les actions seront déçus. Nous pensons que les investisseurs devraient envisager de remplacer une partie de leur risque lié aux actions par du risque de crédit afin de rendre leur portefeuille plus résistant face à la faiblesse du marché et de profiter de l'attrait des rendements des titres à revenu fixe.

N'hésitez pas à communiquer avec l'équipe dédiée aux clients institutionnels si vous souhaitez discuter davantage de ce sujet.

Auteurs



Liam O'Sullivan

Dirigeant, co-chef des solutions pour les clients et les produits

liam.osullivan@rpia.ca

À titre de co-chef des solutions pour les clients et les produits, Liam dirige l'équipe responsable de l'établissement de relations avec les clients et de l'élaboration de nouvelles solutions de placement. Avant d'occuper ce poste, Liam a passé plusieurs années à gérer des portefeuilles d'obligations de sociétés pour la société, en se concentrant sur le marché des obligations de sociétés canadiennes.



Zachary Barsky

Directeur, solutions institutionnelles

zbarsky@rpia.ca

Zack s'est joint à RPIA en 2020. Il est chargé d'établir des relations avec les investisseurs institutionnels et leurs consultants. Dans le cadre de ses fonctions, il soutient les efforts de vente en fournissant des renseignements sur le marché, en élaborant des stratégies de placement et en proposant des solutions de portefeuille.



William Moriarty

Conseiller principal

wmoriarty@rpia.ca

William a récemment été président et chef de la direction de l'University of Toronto Asset Management Corp (« UTAM »), où il gérait les plus grands fonds de pension et de dotation universitaires du Canada. Avant cela, Bill a mené une longue carrière à RBC Marchés des Capitaux, dont il a été vice-président.

Renseignements importants

RP Investment Advisors LP (« RPIA ») fournit les renseignements figurant dans les présentes à titre informatif seulement. Ils ne tiennent pas lieu de conseils financiers, juridiques, comptables ou fiscaux, de conseils de placement ou autres, et personne ne devrait utiliser ce contenu ou s'y fier à cet égard sans obtenir les conseils professionnels appropriés. Ils proviennent de sources jugées fiables, bien que leur exactitude ou leur exhaustivité ne soit pas une garantie; RPIA n'assume aucune responsabilité ou obligation de quelque nature que ce soit en les fournissant. Des modifications peuvent être apportées aux renseignements fournis et RPIA n'est aucunement tenue de communiquer les révisions ou les mises à jour des renseignements présentés. Sauf indication contraire, tous les renseignements proviennent de RPIA. Les renseignements présentés ne constituent pas le fondement d'une offre ou d'une sollicitation d'achat ou de vente de titres. Les produits et services de RPIA ne sont offerts que dans les territoires où ils peuvent être légalement offerts et aux investisseurs qui y sont admissibles en vertu des règlements applicables. Les stratégies et les fonds gérés de RPIA comportent un risque de perte financière. Les rendements ne sont pas garantis et les rendements passés pourraient ne pas se reproduire.

Les comparaisons du rendement de l'indice présentées visent à illustrer le rendement historique des stratégies indiquées par rapport à celui de l'indice boursier donné pendant la période indiquée. La comparaison n'est faite qu'à titre informatif et n'est pas garante d'un rendement futur. Il existe plusieurs différences entre un indice et une stratégie ou un fonds d'investissement qui peuvent avoir une incidence sur le rendement et les caractéristiques de risque de chacun d'eux. Les indices boursiers ne sont pas directement investis et le rendement de l'indice ne tient pas compte des honoraires, des frais et des taxes et des impôts qui pourraient s'appliquer à une stratégie de placement ou à un fonds d'investissement. Les « énoncés prospectifs » reposent sur des hypothèses formulées par RPIA à l'égard de ses opinions et stratégies de placement dans certaines conditions de marché et sont assujettis à un certain nombre de facteurs atténuants. La conjoncture économique et les conditions du marché sont susceptibles de changer, ce qui peut avoir une incidence importante sur les événements futurs réels et, par conséquent, sur les points de vue de RPIA, sur le succès des stratégies prévues par RPIA ainsi que sur sa ligne de conduite réelle.



RPIA

39 Hazelton Avenue
Toronto (Ontario)
M5R 2E3

www.rpia.ca

Requêtes générales : +1-647-776-1777

Services aux investisseurs : 1-647-776-2566