

La renaissance de la gestion active

Auteur



Michael W. Roberge
Président du conseil et chef de la direction

L'année 2022 a été marquée par l'inflation. La plupart des banques centrales étaient à la traîne et ont dû resserrer leur politique monétaire de façon énergique pour rattraper leur retard. En 2023, je crois que l'attention a davantage été centrée sur le cycle économique. L'inflation diminue lentement. La question est maintenant de savoir s'il y aura une récession, et si l'atterrissage sera brutal ou en douceur. Dans un an, l'attention se tournera vers l'ampleur du ralentissement de la croissance économique et ce à quoi pourrait ressembler le prochain cycle économique.

Ce que pourrait indiquer la courbe des taux

Les fonds de la Fed se situent actuellement entre 5,0 % et 5,25 %, et le marché anticipe un taux final d'environ un quart de point plus élevé¹. La Réserve fédérale américaine (la « Fed ») contrôle le segment à court terme de la courbe. Les taux à trois mois sont un peu plus élevés, mais le marché contrôle les taux à dix ans, qui se situent autour de 3,7 %¹. La courbe des taux est un quart de point plus élevée fortement inversée. Historiquement, lorsque la courbe des taux s'inverse de cette façon, l'économie ralentit considérablement ou entre en récession. Pourtant, les marchés s'attendent à ce que la Fed assouplisse sa politique monétaire dans la seconde moitié de l'année. Même si l'inflation devrait diminuer en 2023, je crois qu'elle est susceptible de demeurer plus élevée au premier semestre que ce que les banques centrales sont disposées à accepter et, par conséquent, les taux directeurs resteront probablement élevés plus longtemps.

Les avantages de la gestion active

De nombreux signaux de récession font leur apparition, mais les actifs risqués ne semblent pas en phase avec cette perspective. Si l'on examine les prévisions consensuelles de Wall Street en matière de bénéfices, les attentes ont reculé de 2 % à 5 %, ce qui n'est pas conforme à un scénario de récession typique, dans lequel elles auraient diminué de 10 % à 30 % ou plus². Dans un cycle traditionnel, les marchés boursiers n'atteignent habituellement pas leur creux avant que les bénéfices n'atteignent le leur. Les sociétés laissent entendre qu'elles peuvent protéger leurs marges, même si l'économie ralentira vraisemblablement.

Pourtant, je ne crois pas que les sociétés savent à quoi ressemblera la croissance, et je ne crois pas que les bénéfices aient touché le fond. Ce cycle sera différent du précédent, ce qui donnera lieu à une conjoncture où la gestion active est importante. Des décennies de baisse des taux d'intérêt ont favorisé les bénéfices. La part de la main-d'œuvre dans le produit intérieur brut (PIB) a diminué et les dépenses d'investissement ont chuté de façon spectaculaire. Ces facteurs ont contribué à la hausse des marges, qui se situent toujours près de sommets historiques.

Or, le contexte des dix à douze dernières années s'est renversé. Comme mentionné précédemment, l'inflation augmentera et les banques centrales ne seront pas en mesure de réduire les taux comme prévu. En réaction aux leçons tirées de la COVID-19, les entreprises délocalisent les chaînes d'approvisionnement pour les ramener au pays, ce qui entraînera des coûts supplémentaires. Après la crise financière mondiale, les dépenses d'investissement ont été consacrées aux dividendes, aux rachats d'actions et aux actifs incorporels³. Aujourd'hui, l'intensité du capital a déjà augmenté pour de nombreuses entreprises,



qui investissent dans des usines et de l'équipement. La réduction de l'intensité carbone implique aussi l'affectation de plus de capitaux (le côté positif des dépenses d'investissement est qu'elles peuvent générer de la croissance au fil du temps, et l'on peut en tirer un rendement). Les coûts de la main-d'œuvre augmentent, car les entreprises prennent des mesures pour embaucher des employés et les fidéliser. Les investissements dans la diversité et l'égalité de la main-d'œuvre devraient mener à une accélération de la croissance et rendre le monde meilleur, mais cela pourrait se faire au détriment des marges bénéficiaires. Pour ces raisons, je pense que le contexte de coûts pour les sociétés sera très différent; les sommets des ratios et des marges sont déjà dans le rétroviseur. Encore une fois, il s'agit d'un contexte où la gestion active est importante, car elle permet de repérer des sociétés dotées d'une solide position concurrentielle, d'un pouvoir de fixation des prix et de flux de trésorerie qui peuvent offrir une certaine protection des bénéfices.

Volatilité et dispersion : une occasion pour les gestionnaires actifs

Nous sommes sortis d'un contexte où les banques centrales ont ramené les taux à zéro et réduit la volatilité. Lors de chaque perturbation, la Fed intervenait et injectait des liquidités. Nous ne sommes plus dans cette conjoncture; nous sommes dans un contexte où la volatilité sera plus élevée, ce qui crée d'importantes occasions de dispersion et de gestion active. Selon moi, l'ère du bêta bon marché dans la gestion passive est derrière nous⁴. La différenciation est importante et le fait d'avoir un avantage du point de vue de l'horizon de placement est déterminant. Aujourd'hui, nous sommes surchargés d'information, mais nous manquons de connaissances. La capacité de faire abstraction des perturbations à court terme et de repérer les facteurs qui stimulent la valeur à long terme est un avantage sur le marché aujourd'hui.

Une fois de plus, le marché tend à évaluer une entreprise en fonction de ses flux de trésorerie. En rétrospective, un nombre important de sociétés à petite capitalisation – des sociétés « zombies » – n'ont pas produit suffisamment de flux de trésorerie d'exploitation pour rembourser leurs dettes. Cette capacité aurait dû être éliminée du système, ce qui aurait permis aux sociétés plus saines d'avoir un pouvoir de fixation des prix. Ce sont ces sociétés qui devraient être favorisées. Voilà ce que les gestionnaires actifs peuvent faire : essayer de repérer celles-ci et d'y investir pour obtenir des rendements ajustés au risque pour les clients.

Répartition de l'actif : le retour de la proportion 60/40

Au cours des dernières années, les gens se sont demandé si le portefeuille composé à 60 % d'actions et à 40 % d'obligations était chose du passé. Or, je pense que la répartition 60/40 est de retour. Du point de vue des placements, le contexte actuel est bien meilleur que celui de la dernière décennie. Les liquidités offrent un rendement. Les marchés des titres à revenu fixe offrent un rendement intéressant, même après rajustement en fonction de l'inflation. On peut évaluer les primes de risque de ces taux maintenant et établir une répartition de l'actif judicieuse au fil du temps. Ce n'était pas le cas lorsque les taux étaient près de zéro et que la volatilité était faible. Aujourd'hui, je crois que les obligations de sociétés de catégorie investissement sont un bon choix. Le taux de rendement est intéressant et l'écart est raisonnable par rapport au risque de crédit, ce qui peut procurer un rendement raisonnable tout au long du cycle. Les actions et certains des marchés des titres à revenu fixe plus risqués pourraient être confrontés à des défis, mais un solide taux sans risque (taux des obligations du Trésor), ajouté à une prime de risque de 3 % à 4 % sur les actions, représente un bon rendement tout au long du cycle. Nous ne sommes pas assez avisés pour prévoir le creux; si les actions enregistrent des rendements inférieurs pendant une partie de l'année, en raison de la baisse des bénéfices, je crois qu'il serait logique pour les investisseurs de renouer avec la répartition 60/40 ou d'autres pondérations appropriées. Des occasions se présentent pour les investisseurs aujourd'hui, ce qui n'était pas le cas il y a quelques années. ▲



Notes :

- ¹ Bloomberg et la Réserve fédérale américaine, au 2 juin 2023.
- ² FactSet Research, selon les composantes de l'indice S&P 500.
- ³ Les dépenses d'investissement sont les sommes qu'une organisation ou une société consacre à l'achat, à l'entretien ou à l'amélioration de ses immobilisations corporelles, comme des immeubles, de l'équipement ou des terrains.
- ⁴ Le bêta est une mesure de la volatilité d'un portefeuille par rapport à l'ensemble du marché. Un bêta inférieur à 1,0 indique un risque plus faible que celui du marché, tandis qu'un bêta supérieur à 1,0 indique un risque plus élevé que celui du marché. Il s'agit d'une mesure du risque des plus fiables lorsque les fluctuations de rendement du portefeuille sont étroitement corrélées à celles du rendement de l'indice qu'on retient pour représenter le marché.

« Standard & Poor's^{MD} » et S&P « S&P^{MD} » sont des marques déposées de Standard & Poor's Financial Services LLC (« S&P ») et Dow Jones est une marque déposée de Dow Jones Trademark Holdings LLC (« Dow Jones »). Les marques déposées ont été accordées sous licence aux fins d'utilisation par S&P Dow Jones Indices LLC et ont fait l'objet d'une sous-licence à certaines fins en faveur de MFS. L'indice S&P 500^{MD} est un produit de S&P Dow Jones Indices LLC utilisé sous licence par MFS. S&P Dow Jones Indices LLC, Dow Jones, S&P et leurs sociétés affiliées respectives ne parrainent pas les produits de MFS, pas plus qu'elles ne les appuient, n'en vendent les parts ou n'en font la promotion. Elles ne font en outre aucune déclaration quant à l'occasion d'effectuer un placement dans ces produits.

Les points de vue exprimés sont ceux du ou des auteurs et peuvent changer sans préavis. Ils sont fournis à titre indicatif seulement et ne doivent pas être considérés comme une recommandation d'achat d'un titre, une sollicitation ou un conseil en placement. Les prévisions ne sont pas garanties.

Sauf indication contraire, les logos ainsi que les noms des produits et services sont des marques de commerce de MFS^{MD} et de ses sociétés affiliées, qui peuvent être déposées dans certains pays.

Distribué par : **États-Unis** – MFS Investment Management; **Amérique latine** – MFS International Ltd.; **Canada** – MFS Gestion de Placements Canada Limitée.

Aucune commission des valeurs mobilières ni aucun organisme de réglementation analogue au Canada n'ont passé en revue le présent document.

Veillez noter qu'en Europe et dans la région Asie-Pacifique, le présent document est réservé aux professionnels en placement et aux clients institutionnels.

Note à l'intention des lecteurs du Royaume-Uni et de la Suisse : publié au Royaume-Uni et en Suisse par MFS International (UK) Limited (« MIL UK »), une société privée à responsabilité limitée inscrite en Angleterre et au pays de Galles sous le numéro 03062718, dont les activités de placement sont autorisées et réglementées par la UK Financial Conduct Authority. Le siège social de MIL UK, filiale indirecte de MFS^{MD}, se trouve au One Carter Lane, Londres (EC4V 5ER), au Royaume-Uni. **Note à l'intention des lecteurs européens (hors Royaume-Uni et Suisse) :** publié en Europe par MFS Investment Management (Lux) S.à r.l. (MFS Lux), une entreprise autorisée en vertu des lois du Luxembourg en tant que société de gestion pour les fonds domiciliés au Luxembourg, qui offre des produits et des services de placement aux investisseurs institutionnels et qui est inscrite comme entreprise à responsabilité limitée et située au 4, rue Albert Borschette, Luxembourg L-1246. Tél. : 352 2826 12800. Le présent document est réservé aux investisseurs professionnels (dans la mesure où les organismes de réglementation locaux le permettent). On ne doit pas s'y fier et il ne doit pas être distribué si cela contrevient à la réglementation locale; **Singapour** – MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M); **Australie/Nouvelle-Zélande** – MFS International Australia Pty Ltd (« MFS Australia ») détient le permis numéro 485343 pour la prestation de services financiers en Australie. MFS Australia est régie par l'Australian Securities and Investments Commission; **Hong Kong** – MFS International (Hong Kong) Limited (« MIL HK »), une société privée à responsabilité limitée inscrite auprès de la Hong Kong Securities and Futures Commission (« SFC ») et réglementée par celle-ci. MIL HK est autorisée à exercer des activités réglementées de négociation de titres et de gestion d'actifs, et peut fournir certains services de placement à des « investisseurs professionnels » au sens de la *Securities and Futures Ordinance* (« SFO »); **pour les investisseurs professionnels en Chine** – MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, Chine, une entreprise chinoise à responsabilité limitée réglementée pour fournir des services-conseils en gestion financière; **Japon** – MFS Investment Management K.K. est inscrite à titre d'opérateur d'instruments financiers, Kanto Local Finance Bureau (FIBO) No. 312, membre de l'Investment Trust Association du Japon et de la Japan Investment Advisers Association. Comme les frais assumés par les investisseurs varient selon les circonstances (produits, services, période de placement, conditions du marché, etc.), le montant total et les méthodes de calcul ne peuvent être indiqués à l'avance. Tous les placements comportent des risques, y compris les fluctuations de marché, et les investisseurs peuvent perdre le capital investi. Avant de faire des placements, les investisseurs devraient obtenir et lire attentivement le prospectus et les documents indiqués dans l'article 37-3 de la *Financial Instruments and Exchange Act*.