

Le choc des taux d'intérêt



Brad Simpson

stratège en chef, Gestion de patrimoine TD

Le 12 juillet, le conseil de direction de la Banque du Canada (BdC) a finalement cessé de crier au loup et a annoncé une première hausse des taux d'intérêt en sept ans. Plus récemment, le 6 septembre, la BdC a de nouveau relevé son taux directeur de 0,25 %, portant le taux du financement à un jour à 1,0 %, en hausse par rapport au taux de 0,50 % qui prévalait depuis 2015. C'est la fin d'une période d'argent facile et de taux d'intérêt historiquement bas, qui aura duré près de dix ans et créé un contexte difficile pour les investisseurs en titres à revenu fixe. Pour la première fois depuis bien longtemps, les investisseurs commencent à se demander si le scénario de rêve des taux d'intérêt ne serait pas terminé. Les investisseurs devraient-ils s'attendre à un « choc des taux d'intérêt »?

Dans ce numéro

Le choc des taux d'intérêt.....	1
Revue mensuelle des marchés.....	10
Renseignements importants.....	11

Afin de savoir où se présenteront les titres à revenu fixe prometteurs et de mieux comprendre l'environnement, nous avons rencontré trois leaders reconnus des marchés des titres à revenu fixe qui nous ont donné leur point de vue et leurs prévisions sur les occasions et les obstacles à l'approche de l'automne. Nous nous sommes entretenus avec trois gestionnaires de portefeuille : Robert Pemberton, chef des titres à revenu fixe chez Gestion de Placements TD, Alfred T. Murata, directeur général et gestionnaire de portefeuille chez PIMCO, et Michael Quinn, chef des placements de RP Investment Advisors.

Brad Simpson : Au Canada, les taux d'intérêt ont augmenté et les investisseurs ont peut-être subi des pertes sur leurs placements en titres à revenu fixe au cours de la dernière année. Bon nombre d'investisseurs se demandent maintenant si les rendements de leurs placements dans les titres à revenu fixe ne sont pas sur une pente descendante. Comment positionnez-vous vos portefeuilles en prévision de la hausse des taux d'intérêt?

Alfred T. Murata : Le Fonds de revenu mensuel a un double objectif : produire un revenu intéressant et préserver le capital. L'approche du Fonds, qui fait abstraction des indices de référence, et sa souplesse, qui lui permet de choisir parmi un vaste éventail d'occasions de placement, sont essentielles pour atteindre ce double objectif dans divers contextes de taux d'intérêt.

La grande fourchette de durée du Fonds (0 à 8 ans) lui permet de répartir les durées de façon tactique en privilégiant les secteurs et les marchés de taux d'intérêt les plus intéressants. Par exemple, le Fonds peut investir dans des titres de divers marchés du monde dont la durée leur permet de mieux performer compte tenu des hausses de taux d'intérêt au Canada. Il peut aussi investir dans des titres à taux variable, dont le coupon varie en fonction du taux d'intérêt en vigueur, ce qui constitue une protection contre l'augmentation des taux. Cette approche permet au Fonds d'offrir une distribution et un rendement stables dans des conditions de marché variées.

Actuellement, notre exposition aux taux d'intérêt provient essentiellement de la durée des titres américains; nous sommes peu exposés aux risques liés aux taux d'intérêt canadiens. La poursuite du raffermissement de l'économie américaine devrait faire encore grimper les taux d'intérêt. Nous maintenons une faible exposition aux taux d'intérêt des obligations américaines à court terme, car la Réserve fédérale continuera, selon nous, d'augmenter progressivement les taux d'intérêt. À notre avis, les titres à moyen terme constituent toujours des occasions relativement intéressantes, car ils protègent le portefeuille contre les baisses; de plus, les influences mondiales devraient faire en sorte que les taux américains demeurent à l'intérieur d'une certaine fourchette. Nous misons également sur les titres australiens qui présentent

une durée intéressante. En cas de ralentissement de la croissance chinoise, les prix des produits de base devraient diminuer, ce qui freinerait la croissance en Australie et ferait baisser les taux d'intérêt. Nous continuons de chercher à diversifier nos placements à l'échelle mondiale.

Robert Pemberton : Les taux d'intérêt ont augmenté grâce à l'amélioration de la croissance mondiale et au fait que l'on s'attend à un resserrement des politiques monétaires des banques centrales, ce qui a donné lieu parfois à des rendements obligataires négatifs. Les banques centrales des États-Unis, du Royaume-Uni, du Canada et de l'Europe ont coordonné leurs efforts en vue de resserrer quelque peu les politiques monétaires jusque-là très expansionnistes. Par exemple, on s'attend à de nouvelles hausses des taux aux États-Unis et au Canada, à une réduction du bilan de la Réserve fédérale et à une diminution des rachats d'obligations en Europe.

Certes, les taux ont augmenté récemment, mais les titres à revenu fixe ont procuré des rendements positifs et stables au cours des dernières années et les gestionnaires peuvent mettre en œuvre de nombreuses stratégies pour protéger le capital et produire un revenu dans un contexte de hausse des taux d'intérêt. À notre avis, le positionnement en fonction de la durée est le moyen le moins prévisible de créer de la valeur. Par conséquent, nous nous concentrons avant tout sur la sélection des titres selon les paramètres fondamentaux, en privilégiant une surpondération des obligations de sociétés de grande qualité. Comme les taux obligataires augmentent généralement avec la croissance de l'économie et la hausse de l'inflation, la situation est relativement propice pour les bénéficiaires des sociétés et favorable aux obligations de sociétés. Les portefeuilles peuvent contenir des obligations de première qualité, des obligations à rendement élevé, des prêts à effet de levier et des titres de dette privée; tous ces titres procurent un supplément de revenu susceptible de protéger le Fonds en cas de rendements négatifs.

Michael Quinn : Le marché a été dominé cette année notamment par le désir des banques centrales du monde entier de mettre fin à leurs mesures de relance monétaire. Malgré une inflation relativement faible, les inquiétudes entourant la stabilité des prix des actifs mondiaux ont grandement incité les banques centrales à prendre cette direction. Jusqu'à tout récemment, la BdC était demeurée un peu à l'écart de cette tendance mondiale, optant pour une position plus conciliante. À la mi-juin, la Banque a modifié ses prévisions concernant l'écart de production (qui se résorbe plus vite que prévu) et a étonnamment adopté un ton plus ferme dans ses communications et inversé les réductions de taux qu'elle avait mise en œuvre en 2015 comme mesure de protection contre la chute des prix du pétrole. Très rapidement, le marché des obligations canadiennes a commencé à tenir compte d'une probabilité de 90 % que les taux augmentent de 25 points de

base en juillet et de nombreux analystes ont même prévu des hausses successives d'un total de 75 points de base d'ici la fin de 2018. Rien qu'en juin, l'indice obligataire à moyen terme FTSE TMX a perdu 2,27 % de sa valeur.

Pour préserver le capital, nous avons fortement réduit la sensibilité aux taux d'intérêt de nos stratégies obligataires de remplacement de base. Pour ce qui est de nos stratégies reposant sur des positions acheteur/vendeur, la sensibilité aux taux d'intérêt est toujours négligeable. À notre avis, les taux devraient augmenter progressivement partout dans le monde, ce qui devrait continuer de favoriser les titres de crédit. Il devient néanmoins de plus en plus difficile de trouver des occasions intéressantes sur les marchés du crédit, après plusieurs années de compression des écarts. C'est pourquoi nous surpondérons les placements que nous jugeons particulièrement prometteurs, parce que susceptibles de connaître une hausse importante. Dans l'ensemble, nous avons réduit le risque et accru nos liquidités et nous nous positionnons de manière souple afin de préserver le capital dans le cas où les hausses des taux d'intérêt sont plus vigoureuses ou la perturbation des marchés du crédit se généralise.

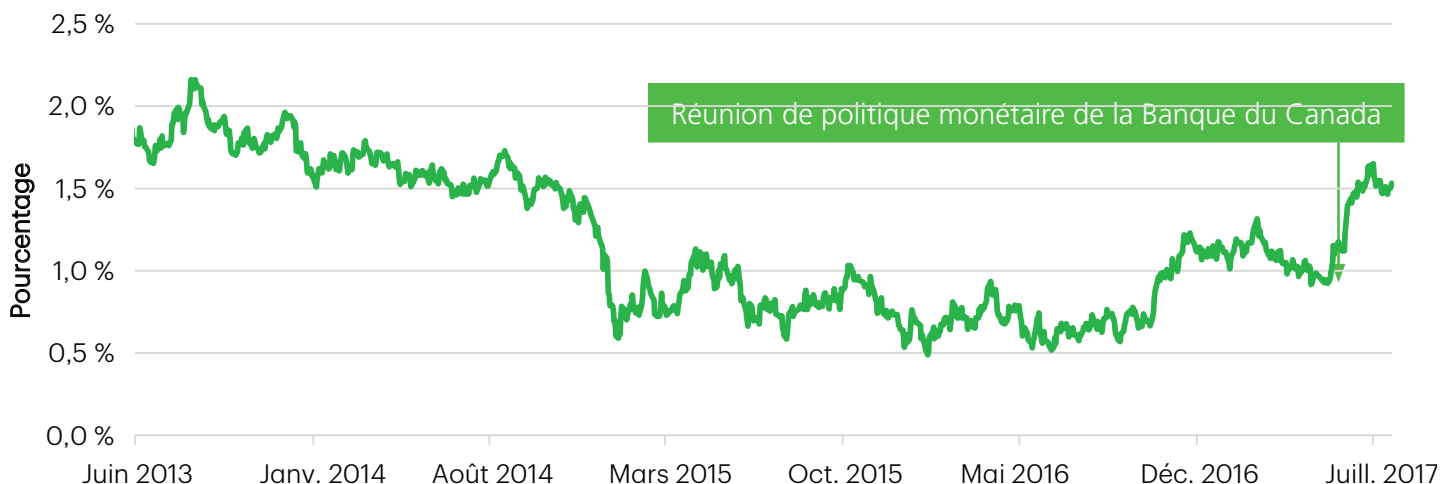
Certains secteurs sont surpondérés dans notre portefeuille d'instruments de crédit, notamment la finance, qui tire profit de la hausse des taux et de l'accentuation des courbes de taux, tandis que d'autres, comme l'immobilier, sont sous-pondérés parce qu'il est probable qu'une hausse des taux leur nuira.

M. Simpson : La hausse des taux d'intérêt et les pertes subies par les investisseurs en titres à revenu fixe annoncent-elles des temps difficiles pour les investisseurs? Devrait-on réviser les prévisions de rendement? Est-il temps de se mettre à l'abri?

M. Murata : La hausse des taux d'intérêt et les pertes subies par les investisseurs en titres à revenu fixe peuvent en effet poser problème. Cependant, chez PIMCO, nous pensons que la gestion active peut aider les investisseurs à composer avec de telles conditions. L'approche du Fonds de revenu mensuel, qui fait abstraction des indices de référence, et sa fourchette étendue de durée des placements nous procurent suffisamment de souplesse pour ajuster notre exposition aux taux d'intérêt selon nos analyses macroéconomiques et possiblement obtenir de bons résultats dans un contexte de hausse des taux d'intérêt.

Le Fonds peut modifier sa répartition de titres à revenu fixe mondiaux de manière à trouver des placements dont le rendement est moins sensible à la hausse des taux d'intérêt. Nos placements dans des titres adossés à des créances hypothécaires (TACH) autres que ceux d'organismes publics, qui demeurent intéressants, en sont un bon exemple. Les TACH autres que ceux d'organismes publics sont des obligations adossées à des prêts résidentiels, pour lesquelles l'investisseur compte sur les flux de trésorerie tirés du remboursement des prêts sous-jacents, plutôt que sur une garantie du gouvernement ou d'une autre entité. Par conséquent, le principal facteur de risque associé aux TACH autres que ceux d'organismes publics est lié aux prix des habitations plutôt qu'aux taux d'intérêt. Nous croyons qu'il est intéressant d'ajouter les TACH autres que ceux d'organismes publics à un portefeuille multisectoriel mondial en raison de la stabilité de leur taux de revenu dans un large éventail de situations économiques et de prix des logements. Par ailleurs, les titres à taux variables composent près de la moitié du portefeuille et pourraient être favorisés par une remontée des taux d'intérêt.

Les taux canadiens à cinq ans ont augmenté de 62 points de base (entre le 24 mai 2017 et le 27 juillet 2017) après le durcissement de ton de la Banque du Canada à l'issue de sa réunion de politique monétaire du 24 mai.



M. Pemberton : La hausse des taux d'intérêt est effectivement l'un des défis avec lesquels les investisseurs auront à composer. L'ampleur de la hausse attendue sera peut-être différente de la hausse réelle. Le niveau que les taux d'intérêt atteindront est une donnée essentielle pour les investisseurs et les gestionnaires de fonds obligataires. À notre avis, la situation est bien plus équilibrée que ce que les investisseurs peuvent imaginer en ce qui concerne les taux; ceux-ci ont connu une hausse rapide, mais on ne s'attend pas à une augmentation spectaculaire des taux d'intérêt à partir de maintenant.

À long terme, les taux d'intérêt devraient refléter les taux réels de croissance. Dans les économies développées, on assiste à une progression de l'emploi, à un nouvel élan de croissance du PIB ces derniers temps et à des remontées de la production industrielle, mais peu de changements ont été observés du côté des prix et des salaires. Ceci s'explique en partie par les tendances démographiques, les progrès technologiques et l'intensification de la concurrence sur les marchés du détail. Ces facteurs, qui ont pour effet de contenir l'inflation et le rythme de la croissance économique à long terme, ne devraient pas disparaître de sitôt. Étant donné la faiblesse de l'inflation et de la croissance à long terme, les taux de revenu ne devraient pas monter beaucoup plus haut.

Les investisseurs en titres à revenu fixe devront revoir à la baisse leurs prévisions de rendements obligataires. Ils ne devraient plus compter sur le fait que des titres dont la volatilité est caractéristique des obligations continueront à produire des rendements proches de ceux des actions, phénomène que l'on a connu dans les années qui ont suivi la grande crise financière. Il faut plutôt s'attendre à obtenir des rendements peu élevés, à peu près équivalents aux coupons, pour une volatilité comparable à celle des obligations, un peu comme ce que l'on a connu au cours des dernières années. Les titres à revenu fixe peuvent néanmoins toujours jouer un rôle clé au

sein d'un portefeuille diversifié, procurant de la stabilité, de la diversification et un certain revenu.

M. Quinn : Dans un effort coordonné, les banques centrales du monde entier mettent fin aux mesures de relance monétaire d'urgence qu'elles avaient mises en place au cours de la crise financière. Ce changement d'orientation de la politique monétaire indique que les taux d'intérêt vont probablement continuer à monter, ce qui est généralement mauvais signe pour les instruments sensibles aux taux d'intérêt, comme les obligations. C'est pourquoi les investisseurs en titres à revenu fixe connaîtront en effet certaines difficultés et devraient réviser leurs prévisions de rendement en conséquence. Cela dit, une hausse des taux d'intérêt signifie habituellement que la conjoncture économique s'améliore, ce qui peut être à l'avantage des titres de créance de sociétés. Autrement dit, le resserrement des écarts de taux qui peut accompagner la hausse des taux d'intérêt permet aux gestionnaires de fonds obligataires de réaliser des gains, à condition qu'ils pratiquent une gestion active ou qu'ils couvrent le risque lié aux taux d'intérêt.

Tant que la hausse des taux d'intérêt reste graduelle et ordonnée, il est possible pour les investisseurs sur le marché du crédit d'engranger des bénéfices. Des variations brusques des taux d'intérêt peuvent causer un déséquilibre à court terme, surtout en raison de la boucle de rétroaction de certains véhicules de placement comme les fonds communs de placement et les FNB, qui peuvent réagir rapidement à un changement dans les flux de rendement. À l'inverse, une augmentation progressive des taux incite généralement les investisseurs institutionnels à augmenter leur présence sur le marché, car ils peuvent y obtenir de meilleurs rendements globaux pour compenser leurs flux de passif.

Il faut également noter que les prévisions de rendement des titres à revenu fixe sont probablement trop optimistes, car ils ont été élevés pendant plusieurs années, entre autres grâce aux politiques monétaires expansionnistes. Il semble que les investisseurs en soient venus à s'attendre à ce que les titres à revenu fixe génèrent des rendements proches de ceux des actions, compte tenu de ce qui s'est passé ces dernières années, mais de telles attentes ne sont certainement pas réalistes à long terme.

Même si les investisseurs devront réviser leurs attentes à la baisse, du moins en partie, le marché des titres de créance de sociétés continue d'offrir des occasions. Les investisseurs devront désormais miser avant tout sur des gestionnaires actifs, capables de gérer le risque et de préserver le capital en cas de brusque hausse des taux d'intérêt.

M. Simpson : Je m'en voudrais d'avoir l'air antipatriotique, mais il est temps que les investisseurs se tournent vers d'autres pays que le Canada. Pour ceux qui ont choisi de le faire, que devraient-ils savoir au sujet des placements dans les titres à revenu fixe mondiaux?

	Rend. sur 10 ans	Volatilité sur 10 ans	Rend. sur 20 ans	Volatilité sur 20 ans
S&P 500 (RT, \$ CA)	9,45 %	11,65 %	6,32 %	12,79 %
Obligations américaines à rendement élevé - (\$ CA)	9,72 %	9,22 %		
Indice obligataire universel des obligations de sociétés FTSE TMX	5,66 %	3,20 %	5,92 %	3,33 %
Indice RG composé S&P/TSX (\$ CA)	3,90 %	13,39 %	6,50 %	14,78 %

Source : FTSE TMX, Bank of America Merrill Lynch, S&P. Rendements au 31 juillet 2017

M. Murata : Oui. Les investisseurs devraient se tourner vers les marchés mondiaux pour dénicher les meilleures occasions dans tous les secteurs des marchés de titres à revenu fixe. Afin de saisir ces occasions, ils devraient faire appel à des gestionnaires disposant d'importantes ressources à l'échelle mondiale. C'est là qu'entre en jeu l'envergure de PIMCO. Grâce à la présence de nos gestionnaires de portefeuille et de nos bureaux de négociation dans le monde entier, nous sommes en mesure d'investir dans tous les secteurs des marchés mondiaux de titres à revenu fixe, qui totalisent 100 T\$. Le Fonds de revenu mensuel peut faire appel à ces ressources pour tirer parti des meilleures idées de placement de PIMCO sur l'ensemble des marchés mondiaux de titres à revenu fixe. Il s'agit d'un atout précieux dans un contexte de taux d'intérêt faibles, où les erreurs d'évaluation du marché peuvent représenter une source de rendement potentiel nettement plus importante.

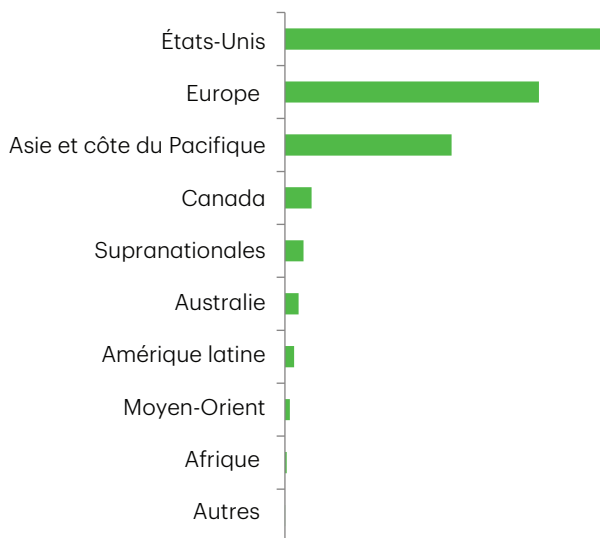
Le Fonds de revenu mensuel est capable de saisir des occasions à l'échelle mondiale, comme en témoigne son exposition à la durée des titres australiens. Les obligations gouvernementales australiennes présentent en ce moment une modeste hausse des taux comparativement à celles du Canada et des États-Unis, tout en offrant une protection solide contre les baisses en cas de ralentissement mondial. Les taux des obligations australiennes devraient avantager le portefeuille en cas de ralentissement de la croissance économique en Chine, car ces obligations bénéficieraient de la baisse de la croissance économique et des taux d'intérêt qui en résulteraient en Australie.

M. Pemberton : Sur le plan de la diversification, c'est toujours le moment d'investir dans des titres à revenu fixe mondiaux, dans la mesure où les occasions de placement sont plus nombreuses. Au chapitre de la répartition de l'actif de la composante de titres à revenu fixe, nous trouvons les obligations gouvernementales mondiales peu attrayantes étant donné leurs taux réels très faibles; nous continuons de leur préférer les obligations de sociétés de première qualité, les obligations à rendement élevé étant peu intéressantes aux niveaux actuels. Je dirais donc que les investisseurs devraient continuer d'investir à l'extérieur du Canada, tout en étant sensibles au risque de certains marchés, notamment celui des titres à rendement élevé.

Il faut savoir que la taille du marché obligataire mondial est estimée à environ 65 T\$, d'après l'indice mondial Barclays Multiverse. Le Canada représente environ 3 % de ce marché. La diversification des sources de revenu au sein d'un portefeuille obligataire peut accroître les rendements ajustés au risque à long terme. Par ailleurs, de nombreuses catégories de titres à revenu fixe mondiaux sont susceptibles de produire des revenus supérieurs au sein d'un portefeuille, notamment les obligations de sociétés américaines de première qualité, les obligations de sociétés mondiales à rendement élevé et les obligations des marchés émergents.

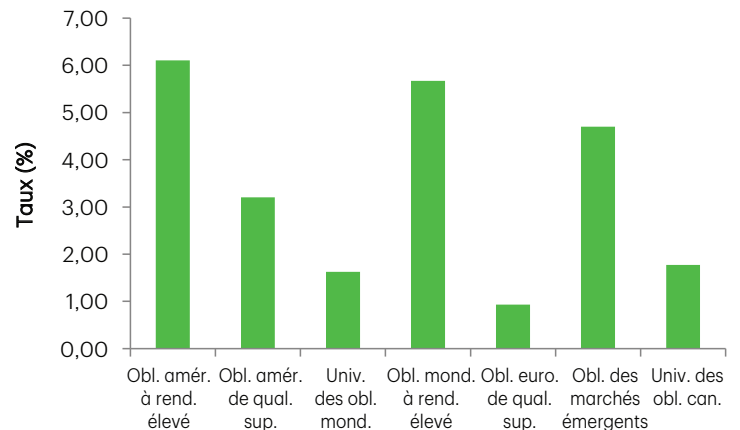
Lorsqu'on investit dans les marchés mondiaux de titres à revenu fixe, il est important de se rappeler que les obligations canadiennes procurent aux investisseurs une source de revenu surtout grâce au versement d'intérêts, ainsi qu'un potentiel de gains (ou de pertes) en capital par

Répartition régionale des marchés mondiaux



Source : indice Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond, au 30 juin 2017

Taux d'obligations mondiales



Source : Factset; indice Bank of America Merrill Lynch des obligations américaines à rendement élevé; indice Bloomberg Barclays US Aggregate Credit – Corporate – Investment Grade; indice Bloomberg Barclays Global Aggregate; indice Bloomberg Barclays Global High Yield; indice Bloomberg Barclays Euro Aggregate Credit – Corporate; indice Bloomberg Barclays Emerging Markets USD Aggregate; indice FTSE TMX

l'intermédiaire de l'augmentation (ou de la baisse) du prix. Les obligations mondiales offrent des possibilités de placement supplémentaires sous forme de positions en devises. Les positions en devises peuvent être couvertes en dollars canadiens, ce qui permet à un investisseur de limiter les facteurs qui influent sur les rendements des titres à revenu fixe du portefeuille au revenu et aux gains en capital. Ces positions peuvent aussi ne pas être couvertes; l'investisseur dispose alors d'un niveau supplémentaire de rendement, mais aussi de risque, potentiel.

M. Quinn : L'investissement dans des titres non canadiens a toujours été une priorité pour nous, non seulement parce que notre bassin d'occasions de placement s'en trouve considérablement enrichi, mais aussi parce qu'une exposition à des titres mondiaux constitue un outil important de gestion du risque. Même si le Canada est généralement connu pour la faible volatilité de son marché du crédit, les événements des derniers mois ont donné lieu à une volatilité inhabituelle au pays. Les inquiétudes relatives aux institutions financières canadiennes, nées à la suite des événements fortement médiatisés qui ont touché Home Capital Group, et du durcissement de ton récent de la Banque du Canada ont ébranlé les marchés des titres à revenu fixe canadiens. Au cours de cette période, nous avons allégé notre présence sur le marché canadien et redirigé notre capital vers le marché américain. Les investisseurs ont souvent tendance à croire que les placements dans des titres non canadiens comportent un risque accru, alors qu'en réalité, ce type de placement offre parfois une plus grande sécurité. Plusieurs raisons justifieraient le fait que c'est le bon moment pour investir dans des titres non canadiens, mais nous nous contenterons de rappeler que cette option est toujours au service des investisseurs à la recherche des meilleures occasions de rendements ajustés au risque.

M. Simpson : La période de faiblesse marquée des taux d'intérêt laisse maintenant de nombreux investisseurs sous le choc. De ce fait, nombre d'entre eux se sont tournés vers les titres à plus court terme, passant des obligations gouvernementales aux obligations de sociétés. Actuellement, les écarts de taux, qui montrent à quel point les investisseurs souhaitent détenir des titres de créance de sociétés comparativement à la sécurité perçue des obligations gouvernementales, semblent excessifs. Quelle est votre opinion sur les obligations de sociétés? Les investisseurs devraient-ils les conserver?

M. Murata : Sur les marchés du crédit, lorsque les évaluations selon le bêta du marché semblent raisonnables, nous cherchons à obtenir une valeur ajoutée grâce à notre équipe mondiale de gestionnaires de portefeuilles de titres et d'analystes de crédit, en nous efforçant de retenir les meilleurs placements au chapitre de la structure de capital.

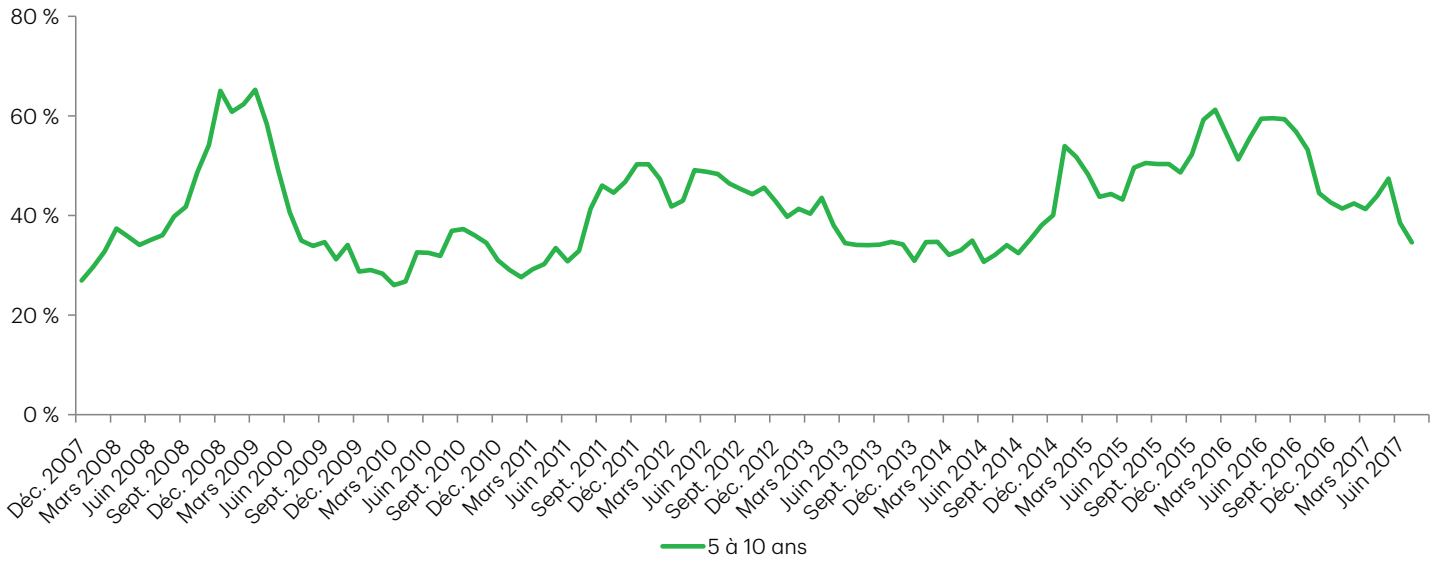
À l'heure actuelle, les titres à rendement élevé nous semblent avoir globalement atteint leur pleine valeur, mais il existe encore de nombreuses occasions de placement structurelles parmi les indices de swaps sur défaillance de crédit, les étoiles montantes (par ex., les titres à rendement élevé d'émetteurs qui devraient obtenir une cote de crédit de première qualité) et les obligations garanties. Étant donné la symétrie entre les acheteurs et les vendeurs sur le marché synthétique, nous préférons les positions acheteur dans des swaps sur défaillance de crédit et des indices de swaps sur défaillance de crédit, grâce auxquels les investisseurs peuvent tirer parti de la réduction des échéances, aux placements dans les obligations à long terme sur le marché au comptant, qui dépendent de flux de capitaux volatils et qui offrent généralement peu de possibilités de réduction des échéances. Par ailleurs, le recours à des opérations sur des titres structurés, comme les indices de swaps sur défaillance de crédit, permet généralement d'accroître la liquidité et de bénéficier ainsi de la souplesse nécessaire pour réduire le bêta rapidement au besoin, alors que pour les titres moins liquides la réduction se fait au fil du temps, ce qui peut aider à préserver le capital en période de turbulences sur les marchés.

Comme le resserrement des écarts de taux amorcé au premier trimestre de 2016 se poursuit, nous voyons là une bonne occasion de réduire le risque. Dans le Fonds de revenu mensuel, nous avons conservé nos placements dans les titres de créance de sociétés, mais nous avons réduit le risque lié au crédit en investissant dans des obligations à court terme, en réduisant la pondération des titres de créance à bêta élevé et en nous déplaçant vers le haut dans la structure des capitaux.

M. Pemberton : Il semble clair que les écarts de taux entre les obligations de première qualité et les obligations à rendement élevé sont exagérés à long terme. Le marché donne des signes devant nous inciter à la prudence, mais comme près de 50 % du taux de revenu des portefeuilles des investisseurs est attribuable aux écarts de taux des obligations de société, nous estimons que ces obligations demeurent un élément clé.

La question de la rémunération du risque est un point important. Actuellement, l'écart de taux entre les obligations à rendement élevé et les obligations de première qualité est assez faible, ce qui signifie que les marchés du crédit plus risqués offrent une protection moindre sur le plan des écarts de taux. Les obligations de sociétés continuent de jouer un rôle de premier plan dans le contexte actuel de relative faiblesse des taux, et le fait de procéder à une analyse de crédit approfondie et de se concentrer sur les obligations de qualité est de plus en plus important, aussi bien pour les titres de première qualité que pour les titres à rendement élevé.

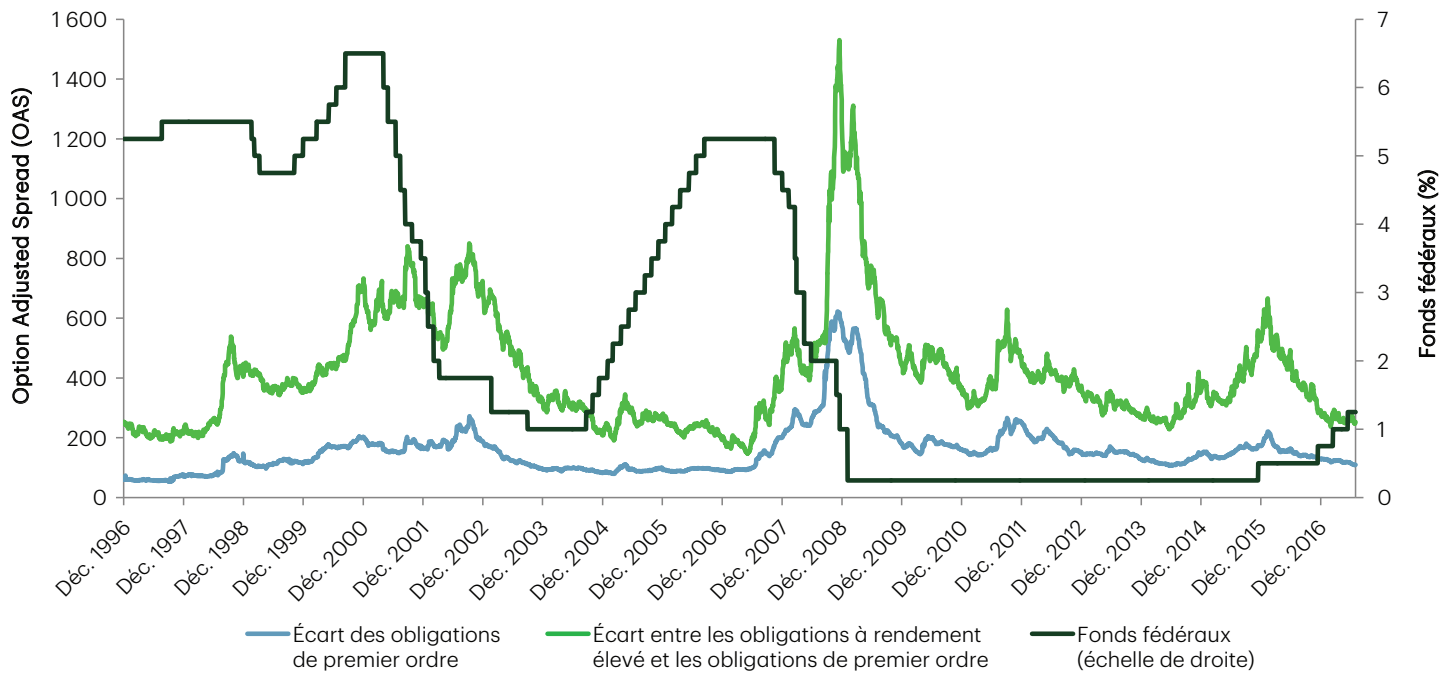
Écart en pourcentage du taux de rendement total des obligations de sociétés



Source : Bloomberg, indice des obligations de sociétés à moyen terme FTSE TMX et indice des obligations fédérales à moyen terme FTSE TMX

Il faut également noter que les écarts de taux peuvent demeurer inchangés pendant de longues périodes, y compris au cours d'un cycle de hausse des taux (les fonds fédéraux sont représentés en vert foncé).

Écarts de taux et fonds fédéraux



Source : indice Bank of America Merrill Lynch des obligations américaines à haut rendement Master II (HOAO), indice des obligations de sociétés américaines Master (COAO), écarts rajustés en fonction des options au 31 juillet 2017

M. Quinn : Les évaluations des titres de crédit sont moins attrayantes qu'avant. Cela ne signifie pas qu'il n'y ait aucune occasion à saisir, mais les investisseurs doivent se montrer exigeants avant d'investir. Les placements passifs peuvent présenter un risque pour le capital des investisseurs, dans un contexte de normalisation des taux et de prix du crédit élevé. Comme les évaluations semblent excessives, les marchés des titres à risque devraient connaître de plus en plus de pics de volatilité à l'avenir.

Dans le cas des actifs à revenu fixe, ces fluctuations pourraient être amplifiées par les FNB, qui ont facilité des investissements sans précédent dans cette catégorie d'actif. Comme les gestionnaires de FNB ont tendance à agir sans tenir compte de l'évaluation (en achetant des titres dont le prix est élevé lorsque les rentrées de fonds se maintiennent et en vendant en cas de sorties de fonds, sans égard à la valeur), ils offrent aux gestionnaires axés sur la valeur l'occasion de réaliser des gains et d'obtenir de la valeur. Les titres mal évalués en plein cycle de relèvement du crédit, les émetteurs susceptibles de profiter d'une éventuelle fusion ou acquisition et les émetteurs soumis à des facteurs particuliers peuvent toujours offrir de la valeur aux investisseurs et servir à préserver le capital. Bref, les investisseurs devraient probablement vendre certains instruments de crédit, mais les marchés mondiaux du crédit recèlent toujours des occasions de placement.

M. Simpson : Les investisseurs manifestent une certaine nervosité en raison de la hausse du dollar canadien, de la faiblesse correspondante du dollar américain et de l'accroissement des risques géopolitiques. Quels conseils donneriez-vous à un investisseur au profil équilibré?

M. Murata : Pour PIMCO, les risques de baisse et de hausse s'équilibrent à peu près pour les États-Unis. Même si les perspectives macroéconomiques se sont quelque peu stabilisées, compte tenu des risques globalement plus équilibrés, l'avenir nous semble un peu plus incertain sur les marchés financiers, comme en témoignent les évaluations des actifs qui ont fortement baissé au cours des 12 derniers mois. Nous conseillerions à un investisseur au profil équilibré de continuer de privilégier la préservation du capital et de chercher à faire croître son alpha plutôt que de compter sur des gains en capital qui pourraient être illusoire.

M. Pemberton : Les investisseurs canadiens ont dû composer avec une croissance canadienne plus forte que prévu et un changement de direction de la politique monétaire de la

Banque du Canada. Ceci a eu deux conséquences pour eux : 1) Les marchés ont rapidement tenu compte des hausses de taux d'intérêt dans les taux obligataires, ce qui a eu un effet négatif sur les prix des obligations canadiennes. 2) Le raffermissement du dollar canadien a pesé sur les rendements des placements en devises non couverts.

Ce qui n'a pas changé, c'est le rôle que tiennent les titres à revenu fixe dans un portefeuille équilibré : ils procurent au portefeuille de la diversification et un revenu et contribuent à la préservation du capital. Les investisseurs au profil équilibré qui cherchent à accroître leurs chances d'atteindre leurs objectifs de placement doivent se rappeler combien il est important d'établir clairement leur horizon de placement, leur rendement cible et leur tolérance au risque.

Des changements brusques sur le marché, comme ceux observés récemment, sont liés à un horizon de placement à très court terme. La volatilité peut jouer sur les émotions; c'est pourquoi les investisseurs doivent continuer de faire preuve de discipline. Même si la volatilité à court terme offre la possibilité de rééquilibrer les placements pour tirer parti de certaines occasions, les investisseurs devraient dans l'ensemble privi-

légier les résultats à long terme. Le temps permet normalement aux investisseurs de récupérer les pertes subies au cours d'une baisse temporaire; à long terme, l'essentiel du rendement obtenu sur les placements proviendra d'une bonne répartition stratégique dans un portefeuille équilibré. Par exemple, les obligations gouvernementales et les titres liés à l'inflation peuvent contribuer à la préservation du capital et constituer une protection contre les surprises en matière d'inflation, mais une surpondération structurelle des obligations de sociétés (obligations à rendement élevé et obligations de première qualité) est susceptible de procurer un revenu à long terme, tandis que des placements tactiques dans des obligations mondiales

Les investisseurs au profil équilibré qui cherchent à accroître leurs chances d'atteindre leurs objectifs de placement doivent se rappeler combien il est important d'établir clairement leur horizon de placement, leur rendement cible et leur tolérance au risque.

favorisent la diversification des occasions et permettent de se prémunir contre le risque de change.

Nous recommandons de faire preuve de prudence quant aux titres de crédit, en étant particulièrement attentif à la qualité du crédit. Un investisseur au profil équilibré devrait conserver ses placements dans les obligations de sociétés, mais adopter une position plus défensive. Les marchés mondiaux demeurent attrayants, surtout pour un investisseur situé au Canada, du point de vue de la diversification, mais ils sont moins intéressants en raison du change.



M. Quinn : De façon générale, les investisseurs devraient avoir confiance dans le fait qu'un portefeuille bien construit et équilibré leur permettra d'atteindre leurs objectifs financiers, peu importe les chocs à court terme. Comme notre savoir-faire porte spécifiquement sur les titres à revenu fixe, une composante essentielle d'un portefeuille équilibré, nous considérons le risque géopolitique et le risque de change avec une attention toute particulière.

Lorsque nous construisons un portefeuille, nous superposons et séparons minutieusement les risques prévisibles et les risques imprévus. Les devises peuvent s'éloigner de leur juste valeur perçue pendant de longues périodes; elles sont à notre avis peu prévisibles. Nous éliminons ce risque en couvrant tous les placements en devises, en dollars canadiens ou en dollars américains selon la série du fonds. Par conséquent, aucune des stratégies que nous gérons ne comporte de risque de change important.

Même si les taux d'intérêt sont un peu plus prévisibles, dans la mesure où les mesures prises par les banques centrales et les prévisions relatives à l'inflation déterminent l'évolution des taux, il est néanmoins difficile de prédire le moment auquel un changement surviendra. Ceci est d'autant plus vrai aujourd'hui, en raison des politiques monétaires exceptionnellement expansionnistes qui ont été pratiquées à l'échelle mondiale et qui ont biaisé les marchés des taux qui sont devenus bien trop dépendants des décisions des

banques centrales. Cela dit, les contextes de taux stables ou binaires (par ex., les crises ou les situations marquées par une hausse, puis une chute répétées des taux) sont relativement prévisibles et offrent aux investisseurs une occasion de dégager de la valeur. Dans cette optique, nous considérons le risque de taux d'intérêt comme pouvant être géré ou atténué.

En éliminant le premier risque et en gérant l'autre, nous avons la possibilité d'assumer le risque le plus prévisible, pour lequel nous possédons le plus grand savoir-faire. Ce savoir-faire ou avantage s'illustre lors de la sélection des obligations. Le cadre de gestion des risques pour cet aspect de nos stratégies est particulièrement précis et s'articule autour d'une sélection attentive, d'une analyse fondamentale, d'une pondération adaptée et, surtout, d'une évaluation détaillée de la liquidité. Si une obligation est suffisamment liquide, nous sommes en mesure de réduire le risque et de préserver le capital en cas d'événement imprévu.

Les risques géopolitiques peuvent avoir une incidence sur l'ensemble ou une partie d'un portefeuille. En isolant les risques comme nous le faisons, pour les devises, les taux et le crédit, nous limitons l'incidence des événements imprévus et assurons la stabilité des portefeuilles des investisseurs. Cette approche est propre à rassurer les investisseurs en cas d'agitation sur les marchés.

M. Simpson : Merci à tous.

Revue mensuelle des marchés

		(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
Rendement total des indices canadiens (\$ CA)	Indice	1 mois	3 mois	Cumul annuel	1 an	3 ans	5 ans	Depuis le 1/1/2012	10 ans	20 ans
S&P/TSX composé	50 167	0,67	-0,15	1,35	7,23	2,10	8,13	7,61	4,10	6,74
S&P/TSX composé (cours)	15 212	0,45	-0,90	-0,50	4,21	-0,89	4,95	4,30	1,08	4,25
S&P/TSX 60	2 380	0,37	-0,75	1,04	7,96	2,83	8,72	8,26	4,14	7,12
S&P/TSX petites sociétés	969	0,30	0,78	-3,84	2,24	-1,48	4,12	3,09	1,47	-
Rendement total des indices américains (\$ US)	Indice	1 mois	3 mois	Cumul annuel	1 an	3 ans	5 ans	Depuis le 1/1/2012	10 ans	20 ans
S&P 500	4 789	0,31	3,01	11,93	16,23	9,54	14,34	15,09	7,61	7,18
S&P 500 (cours)	2 472	0,05	2,48	10,40	13,85	7,25	11,93	12,26	5,31	5,18
Dow Jones des valeurs industrielles (cours)	21 948	0,26	4,47	11,06	19,28	8,68	10,89	10,34	5,09	5,43
NASDAQ composé (cours)	6 429	1,27	3,71	19,42	23,31	11,96	15,95	16,32	9,49	7,24
Russell 2000	6 881	-1,27	2,90	4,42	14,91	7,67	13,15	14,06	7,38	7,59
Rendement total des indices américains (\$ CA)	Indice	1 mois	3 mois	Cumul annuel	1 an	3 ans	5 ans	Depuis le 1/1/2012	10 ans	20 ans
S&P 500	6 004	0,72	-4,35	4,51	11,03	14,92	19,96	20,34	9,47	6,63
S&P 500 (cours)	3 098	0,47	-4,84	3,08	8,76	12,52	17,43	16,89	7,12	4,65
Dow Jones des valeurs industrielles (cours)	27 514	0,68	-2,99	3,69	13,94	14,01	16,34	15,06	6,91	4,89
NASDAQ composé (cours)	8 059	1,69	-3,69	11,50	17,80	17,46	21,65	21,68	11,38	6,70
Russell 2000	8 626	-0,86	-4,45	-2,50	9,77	12,96	18,71	19,26	9,23	7,04
Rendement total des indices MSCI (\$ US)	Indice	1 mois	3 mois	Cumul annuel	1 an	3 ans	5 ans	Depuis le 1/1/2012	10 ans	20 ans
Monde	7 837	0,19	3,05	13,93	16,84	6,52	11,73	11,45	5,07	6,28
EAE0 (Europe, Australasie et Extrême-Orient)	7 609	-0,02	2,71	17,50	18,19	3,31	8,97	8,44	2,10	5,19
ME (Marchés émergents)	2 355	2,27	9,61	28,62	24,99	2,75	5,67	4,32	2,76	6,84
Rendement total des indices MSCI (\$ CA)	Indice	1 mois	3 mois	Cumul annuel	1 an	3 ans	5 ans	Depuis le 1/1/2012	10 ans	20 ans
Monde	9 825	0,61	-4,30	6,37	11,61	11,75	17,22	16,53	6,88	5,74
EAE0 (Europe, Australasie et Extrême-Orient)	9 539	0,39	-4,62	9,71	12,90	8,38	14,32	13,38	3,86	4,65
ME (Marchés émergents)	2 952	2,69	1,78	20,09	19,40	7,80	10,86	9,07	4,54	6,29
Incidence des fluctuations de change	Niveau	1 mois	3 mois	Cumul annuel	1 an	3 ans	5 ans		10 ans	20 ans
Dollar canadien (\$ US/\$ CA)	79,77	-0,41	7,69	7,10	4,69	-4,68	-4,68		-1,70	0,51
Rendement des cours des indices régionaux (en monnaie locale)	Indice	1 mois	3 mois	Cumul annuel	1 an	3 ans	5 ans	Depuis le 1/1/2012	10 ans	20 ans
FTSE 100 de Londres (R.-U.)	7 431	0,80	-1,19	4,03	9,57	2,90	5,40	4,91	1,66	0,02
Hang Seng (Hong Kong)	27 970	2,37	9,00	27,13	21,73	4,17	7,50	6,08	1,55	3,47
Nikkei 225 (Japon)	19 646	-1,40	-0,02	2,78	16,34	8,40	17,32	16,43	1,72	0,37
Courbe des taux		3 mois		5 ans		10 ans		30 ans		
Courbe des taux canadiens		0,89		1,57		1,86		2,27		
Courbe des taux américains		1,00		1,65		2,07		2,69		
Indices obligataires canadiens (\$ CA) (rend. total)	Indice	1 mois	3 mois	Cumul annuel	1 an	3 ans	5 ans	Depuis le 1/1/2012	10 ans	
Indice obligataire universel FTSE TMX Canada	1 029,92	1,41	-1,68	1,83	-1,42	3,03	3,07	3,17	4,95	
Indice des oblig. can. à court terme FTSE TMX (1-5 ans)	698,19	0,42	-0,97	0,25	0,01	1,59	1,89	1,88	3,42	
Indice des oblig. can. à moyen terme FTSE TMX (5-10 ans)	1 121,98	1,36	-2,45	1,16	-1,61	3,20	3,43	3,62	5,67	
Indice des oblig. can. à long terme FTSE TMX (10 ans et plus)	1 662,46	2,91	-2,19	4,43	-3,31	4,84	4,35	4,57	6,94	

Sources : Valeurs Mobilières TD Inc., Bloomberg Finance L.P. Au 31 Août 2017.

Renseignements importants

Le présent document est publié à titre indicatif seulement et ne constitue ni une offre ni une sollicitation d'achat ou de vente de tout fonds de placement, titre ou autre produit. Les stratégies de placement, de négociation ou de fiscalité devraient être étudiées en fonction des objectifs de chaque investisseur. [Les graphiques et les tableaux sont utilisés uniquement à titre d'illustration et ne reflètent pas des valeurs ou des rendements futurs.] Ce document ne formule aucun conseil personnel, financier, juridique ou fiscal, ni aucun conseil en placement. Veuillez consulter votre conseiller juridique, conseiller en placements ou conseiller en fiscalité.

TD Waterhouse Canada Inc. et les personnes ou les sociétés de son groupe peuvent détenir des positions sur les titres mentionnés, dont des options, des contrats à terme et d'autres instruments dérivés, et peuvent, en qualité de mandataire ou pour leur propre compte, acheter ou vendre de tels titres. Des personnes ou des sociétés de son groupe peuvent aussi effectuer la tenue d'un marché et participer au placement de tels titres.

Le présent document peut contenir des déclarations prospectives qui sont de nature prévisionnelle et pouvant comprendre des termes comme « prévoir », « s'attendre à », « compter », « croire », « estimer » ainsi que les formes négatives de ces termes. Les déclarations prospectives sont fondées sur des prévisions et des projections à propos de facteurs généraux futurs concernant l'économie, la politique et les marchés, comme les taux d'intérêt, les taux de change, les marchés boursiers et financiers, et le contexte économique général; on suppose que les lois et règlements applicables en matière de fiscalité ou autres ne feront l'objet d'aucune modification et qu'aucune catastrophe ne surviendra. Les prévisions et projections à l'égard d'événements futurs sont, de par leur nature, assujetties à des risques et à des incertitudes que nul ne peut prévoir. Les prévisions et les projections pourraient s'avérer inexactes dans l'avenir. Les déclarations prospectives ne garantissent pas les résultats futurs. Les événements réels peuvent différer grandement de ceux qui sont exprimés ou sous-entendus dans les déclarations prospectives. De nombreux facteurs importants, y compris ceux énumérés plus haut, peuvent contribuer à ces écarts. On ne doit pas se fier indûment aux déclarations prospectives.

Les divulgations relatives à toutes les sociétés suivies par Valeurs Mobilières TD Inc. sont disponibles au site <https://www.tdsresearch.com/equities/welcome.important.disclosure.action>

Société	Symbole	Déclarations
-	-	-
-	-	-
-	-	-
-	-	-
-	-	-

1. Valeurs Mobilières TD Inc., TD Securities (USA) LLC ou une société de leur groupe a géré ou cogéré un appel public à l'épargne visant cette société au cours des 12 derniers mois. 2. Valeurs Mobilières TD Inc., TD Securities (USA) LLC ou une société de leur groupe a fourni des services de placement contre rémunération à cette société au cours des 12 derniers mois. 3. Valeurs Mobilières TD Inc., TD Securities (USA) LLC ou une société de leur groupe s'attend à fournir des services de placement contre rémunération à cette société au cours des trois prochains mois. 4. Valeurs Mobilières TD Inc., TD Securities (USA) LLC ou une société de leur groupe a fourni des services de placement à cette société au cours des 12 derniers mois. 5. Une position acheteur sur des titres de cette société est détenue par l'analyste de recherche ou un membre de son ménage, ou dans un compte contrôlé par l'analyste de recherche ou à l'égard duquel celui-ci a un pouvoir discrétionnaire. 6. Une position vendeur sur des titres de cette société est détenue par l'analyste de recherche ou un membre de son ménage, ou dans un compte contrôlé par l'analyste de recherche ou à l'égard duquel celui-ci a un pouvoir discrétionnaire. 7. Une position acheteur sur des produits dérivés de cette société est détenue par l'analyste de recherche ou un membre de son ménage, ou dans un compte contrôlé par l'analyste de recherche ou à l'égard duquel celui-ci a un pouvoir discrétionnaire. 8. Une position vendeur sur des produits dérivés de cette société est détenue par l'analyste de recherche ou un membre de son ménage, ou dans un compte contrôlé par l'analyste de recherche ou à l'égard duquel l'analyste a un pouvoir discrétionnaire. 9. Valeurs Mobilières TD Inc. ou une société membre de son groupe est un teneur de marché ou est associée avec un spécialiste qui effectue la tenue d'un marché pour les titres de cette société. 10. Valeurs Mobilières TD Inc. ou une société membre de son groupe possède 1 % ou plus des titres de participation de cette société. 11. Un associé, un administrateur ou un dirigeant de Valeurs Mobilières TD Inc. ou de TD Securities (USA) LLC ou un analyste de recherche ayant participé à la préparation de ce document a fourni des services à cette société contre rémunération au cours des 12 derniers mois. 12. Actions à droit de vote subalterne. 13. Actions à droit de vote restreint. 14. Actions sans droit de vote. 15. Actions ordinaires ou actions à droit de vote variable. 16. Actions à droit de vote limité.

Recommandations fondées sur la recherche

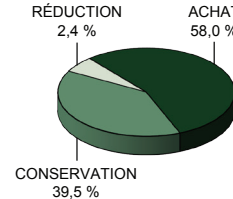
MEILLEUR ACHAT : Le rendement total de l'action devrait être supérieur à 15 % au cours des 12 prochains mois, compte tenu des risques, et représente un premier choix dans le secteur de l'analyste.

ACHAT : Le rendement total de l'action devrait être supérieur à 15 % au cours des 12 prochains mois, compte tenu des risques. **ACHAT SPÉCULATIF** : Le rendement total de l'action devrait être supérieur à 30 % au cours des 12 prochains mois; cependant, il existe un risque d'incident important lié au placement qui pourrait entraîner une perte importante. **CONSERVATION** : Le rendement total de l'action devrait se situer entre 0 % et 15 % au cours des 12 prochains mois, compte tenu des risques. **DÉPÔT** : Nous conseillons aux investisseurs de déposer leurs actions

en réponse à une offre précise visant les actions de la société. **RÉDUCTION** : Le rendement total de l'action devrait être négatif au cours des 12 prochains mois.

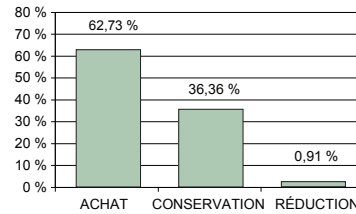
Cote de risque global dans une perspective d'augmentation du risque : faible (7,6 % des titres suivis), moyen (38,9 %), élevé (44,1 %), spéculatif (9,4 %).

Répartition des recommandations



Pourcentage de sociétés visées dans chaque catégorie de recommandation – ACHAT (ce qui englobe MEILLEUR ACHAT, ACHAT et ACHAT SPÉCULATIF), CONSERVATION et RÉDUCTION (ce qui englobe DÉPÔT et RÉDUCTION). Au 1^{er} septembre 2017.

Services de placement fournis



Pourcentage des sociétés visées dans chacune des trois catégories (ACHAT, CONSERVATION et RÉDUCTION) pour lesquelles Valeurs Mobilières TD Inc. a fourni des services de placement au cours des 12 derniers mois. Au 1^{er} septembre 2017.

TD Waterhouse Canada Inc. offre ses documents de recherche en version électronique. Ils sont affichés sur nos sites Web à l'intention de tous les clients qui sont autorisés à y accéder au moyen d'un mot de passe et nous distribuons l'information à notre personnel de vente, qui peut la communiquer ensuite à ses clients du secteur du détail dans les cas appropriés, par courriel, par télécopieur ou par courrier ordinaire. Aucun destinataire ne peut transmettre à une autre personne ou reproduire de quelque façon que ce soit l'information contenue dans le présent document sans notre consentement préalable écrit.

Les analystes du groupe Conseils en matière de portefeuilles et recherche sur les placements qui sont responsables du présent document attestent que i) les recommandations et les opinions d'analyse technique contenues dans ce document correspondent aux opinions personnelles des analystes à l'égard de tout titre ou émetteur mentionné dans le document et que ii) la rémunération des analystes n'est pas, directement ou indirectement, liée à la formulation de recommandations ou d'avis contenus dans le document.

Le ou les analystes du groupe Conseils en matière de portefeuilles et recherche sur les placements qui sont responsables du présent rapport peuvent posséder des titres des émetteurs mentionnés dans le présent document. Comme la plupart des autres employés, le ou les analystes qui ont préparé ce document peuvent être rémunérés en fonction (notamment) de la rentabilité globale de TD Waterhouse Canada Inc. et des membres de son groupe, ce qui peut comprendre la rentabilité globale des services de placement. Toutefois, TD Waterhouse Canada Inc. ne rémunère aucun de ses analystes d'après des opérations de placement particulières.

Gestion de patrimoine TD représente les produits et services offerts par TD Waterhouse Canada Inc. (membre du Fonds canadien de protection des épargnants), Gestion privée TD Waterhouse Inc., Services bancaires privés, Gestion de patrimoine TD (offerts par La Banque Toronto-Dominion) et Services fiduciaires, Gestion de patrimoine TD (offerts par La Société Canada Trust).

L'équipe Conseils en matière de portefeuilles et recherche sur les placements fait partie de TD Waterhouse Canada Inc., qui est une filiale de La Banque Toronto-Dominion.

FTSE TMX Global Debt Capital Markets Inc. 2017. « FTSE® » est une marque de commerce de FTSE International Ltd utilisée sous licence. « TMX » est une marque de commerce de TSX Inc. et est utilisée sous licence. Tous les droits sur les indices de FTSE TMX Global Debt Capital Markets Inc. et/ou sur les notations de FTSE TMX Global Debt Capital Markets Inc. appartiennent à FTSE TMX Global Debt Capital Markets Inc. et/ou à ses parties cédantes. Ni FTSE TMX Global Debt Capital Markets Inc. ni ses parties cédantes n'acceptent de responsabilité pour les erreurs ou les omissions dans ces indices et/ou notations ou dans les données sous-jacentes. Aucune autre diffusion des données de FTSE TMX Global Debt Capital Markets Inc. n'est autorisée sans l'accord écrit de FTSE TMX Global Debt Capital Markets Inc.

Bloomberg et Bloomberg.com sont des marques de commerce et des marques de service de Bloomberg Finance L.P., une société en commandite simple enregistrée au Delaware, ou de ses filiales. Tous droits réservés.

Valeurs Mobilières TD est le nom commercial que Valeurs Mobilières TD Inc. et TD Securities (USA) LLC utilisent conjointement pour commercialiser les services liés aux titres de participation qu'elles offrent à leurs clients institutionnels.

Valeurs Mobilières TD est une marque de commerce de La Banque Toronto-Dominion qui représente Valeurs Mobilières TD Inc., TD Securities (USA) LLC, TD Securities Limited et certaines activités de services aux grandes entreprises et de placements de La Banque Toronto-Dominion.

Toutes les marques de commerce appartiennent à leurs propriétaires respectifs.

MD Le logo TD et les autres marques de commerce sont la propriété de La Banque Toronto-Dominion.

