

Trois chefs

Perspectives mensuelles // automne 2019

15 minutes



Brad Simpson

Stratège en chef, Gestion de patrimoine,
et chef, CPRP, Gestion de patrimoine TD

Ted Welter

Chef des placements, Placements non
traditionnels, Gestion de Placements TD

Beata Caranci

PVP et économiste en chef,
Services économiques TD

La nouvelle norme

L'économie mondiale et les marchés financiers traversent une période intéressante. Bon nombre des indicateurs dont nous tenons compte dans notre prise de décisions ne semblent plus aussi fiables qu'ils l'ont déjà été. Nous vivons dans un monde où les mesures de relance énergiques ne mènent pas à une montée de l'inflation. Où la faiblesse record du taux de chômage n'incite pas à avoir confiance en l'économie. Et où les mauvaises nouvelles économiques ne nuisent pas forcément aux marchés, du moment qu'elles renforcent l'argument en faveur d'une réduction des taux d'intérêt.

C'est un peu comme si les lois de la physique avaient changé; tous désorientés, nous essayons de trouver comment naviguer dans ce nouveau monde. Compte tenu de tout cela, nous avons pensé que le moment était bien choisi pour mettre tous ces éléments ensemble – le point de vue économique, le point de vue stratégique et le rôle que les produits de placement novateurs peuvent jouer dans ce contexte.

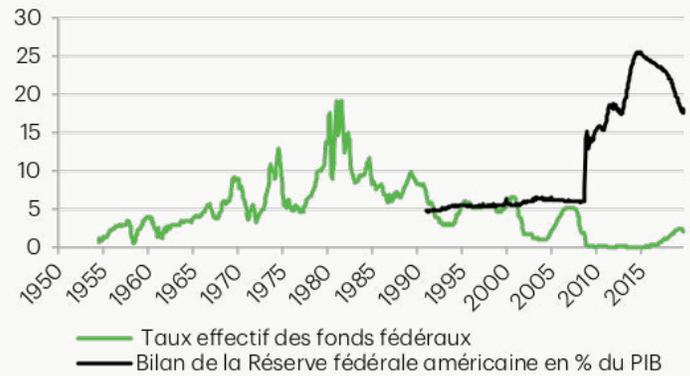
CPRP : Nous accueillons aujourd'hui Beata Caranci, économiste en chef, Brad Simpson, stratège en chef, Gestion de patrimoine, et Ted Welter, chef des placements, Placements non traditionnels. Beata, Ted et Brad, je vous remercie beaucoup de prendre le temps de discuter de ce sujet avec nous.

Beata, nous pouvons peut-être commencer avec vous. Nous vivons dans un contexte de faiblesse des taux d'intérêt depuis si longtemps maintenant que nous commençons à trouver cette situation normale. Pouvez-vous nous donner une idée du caractère peu commun du contexte financier actuel?

Beata : Il n'est jamais arrivé que les taux d'intérêt soient demeurés aussi bas pendant aussi longtemps, depuis plus d'une décennie maintenant [figure 1]. Bien entendu, le revers de la médaille, c'est que les États-Unis connaissent également la plus longue expansion de leur histoire et qu'ils jouent un rôle essentiel dans le maintien de l'économie mondiale. C'est donc ce qu'il faut maintenant pour obtenir une modeste expansion mondiale, en raison des blessures auto-infligées sur le plan commercial et sur le plan de l'intensification concomitante des problèmes structurels, comme le vieillissement de la population.

CPRP : La faiblesse des taux semble avoir rendu les investisseurs très nerveux. Les marchés vont désormais

Figure 1: Taux directeur et taille du bilan (%) de la Réserve fédérale américaine



Source: Bloomberg Finance L.P. au 30 septembre 2019.

progresser malgré les mauvaises nouvelles économiques, puisqu'elles rendent plus probable une réduction des taux d'intérêt. Croyez-vous que les investisseurs comptent sur la Réserve fédérale américaine pour les secourir? Si tel est le cas, quelles sont les limites de la banque centrale à cet égard?

Beata : La sensibilité à la fluctuation des taux d'intérêt s'est accrue au cours des dernières années. Mais il ne faut pas oublier que la banque centrale ne peut pas à elle seule régler tous les maux qui affligent les marchés et l'économie. Certes, la faiblesse des taux d'intérêt aide à atténuer les difficultés économiques, mais le ralentissement observé à l'échelle mondiale et la détérioration de la confiance des entreprises ne découlent pas du coût trop élevé du financement. Les entreprises américaines ont profité d'importantes réductions d'impôt et de coûts de financement très bas par rapport aux données historiques. Les coûts de financement serrés ne sont donc pas le principal problème. Nous doutons qu'une course vers les plus bas niveaux des taux puisse rétablir la confiance des entreprises.

Même les consommateurs ne réagissent plus aux fluctuations des taux d'intérêt comme ils le faisaient auparavant. Notre analyse montre que, pour chaque tranche de 100 points de base de baisse des taux hypothécaires, la sensibilité de la demande pour l'achat d'une maison représente environ le quart de ce qu'elle était avant la grande récession. Des taux plus bas n'entraîneront donc qu'une modeste croissance du secteur du logement, pour autant que la confiance des marchés tienne bon.

Figure 2: Rendement à long terme des actifs financiers (\$ CA)

	1990-1999	2000-2009	2010-2018	2019-2028	
				Médiane	Fourchette
Bons du Trésor à 90 jours – espèces	6.4 %	3.1 %	0.8 %	2.0 %	1,5 % – 2,5 %
Indice des obligations à 10 ans du gouvernement du Canada	10.1 %	6.7 %	3.7 %	2.5 %	2,0 % – 3,0 %
Indice ICE BofAML des obligations de sociétés canadiennes*	10.6 %	6.9 %	4.5 %	3.5 %	3,0 % – 4,0 %
Indice composé S&P/TSX	10.6 %	5.6 %	5.3 %	5.5 %	4,0 % – 7,0 %
Indice S&P 500 (\$ US)	18.2 %	-0.9 %	11.7 %	5.5 %	4,0 % – 7,0 %
Indice S&P 500 (\$ CA)	20.8 %	-4.1 %	15.1 %	5.5 %	4,0 % – 7,0 %
Indice MSCI EAEO (\$ US)	7.0 %	1.2 %	3.8 %	5.5 %	4,0 % – 7,0 %
Indice MSCI EAEO (\$ CA)	9.4 %	-2.0 %	6.8 %	5.5 %	4,0 % – 7,0 %
Revenus	10.7 %	4.9 %	4.9 %	3.4 %	2,6 % – 4,2 %
Équilibré	11.3 %	3.8 %	5.8 %	4.0 %	3,0 % – 5,0 %
Croissance	12.1 %	2.2 %	7.1 %	4.9 %	3,6 % – 6,2 %

Source : Banque du Canada, Bloomberg, ICE Bank of America Merrill Lynch, Standard & Poor's, Bourse de Toronto, Services économiques TD.. Astérisque (*) : Indique que les données de janvier 1990 à juin 1992 étaient des prévisions.

CPRP : Brad, je sais que vous avez souvent dit que les marchés entretenaient une sorte de dépendance à l'égard des mesures de relance. Vous avez également laissé entendre que nous sommes au beau milieu d'un tournant qui ne se produit qu'une fois par génération pour les marchés. Dans une perspective à long terme, comment les mesures de relance d'aujourd'hui influenceront-elles sur les rendements futurs?

Brad : Les États-Unis connaissent la plus longue expansion économique de leur histoire, et je pense qu'il est juste de dire que la politique financière a été l'un des principaux moteurs d'actifs financiers. Les mesures de relance ont fait grimper les marchés à des niveaux sans précédent. Bien que les banques centrales aient tenté de normaliser les taux l'an dernier, elles ont dû faire marche arrière. Une fois que la Réserve fédérale américaine aura commencé à normaliser les taux d'intérêt, selon moi, les risques de baisse seront importants, surtout pour les titres à revenu fixe.

L'équipe des Services économiques TD de Beata a publié, plus tôt cette année, un rapport sur les rendements à long terme des marchés qui résume bien ce point. Pour les Canadiens qui investissent dans l'indice S&P 500, le rendement des actions a augmenté de 15 % entre 2010 et 2018. Les mesures de relance financière ont joué un rôle important dans ce rendement, et elles pourraient avoir concentré les rendements dans la présente décennie, mais compromis les rendements futurs. Les Services

économiques TD prévoient des rendements boursiers d'environ 5,5 % jusqu'en 2028 [figure 2]. Même dans le cas des portefeuilles équilibrés traditionnels – ce qu'il est convenu d'appeler les placements en actions et en obligations –, les prévisions ne sont pas très encourageantes. Ces investisseurs ont enregistré un rendement moyen de 5,8 % au cours de la dernière décennie environ, mais les prévisions portent à croire que des rendements de 4 % pour la prochaine décennie pourraient être plus réalistes.

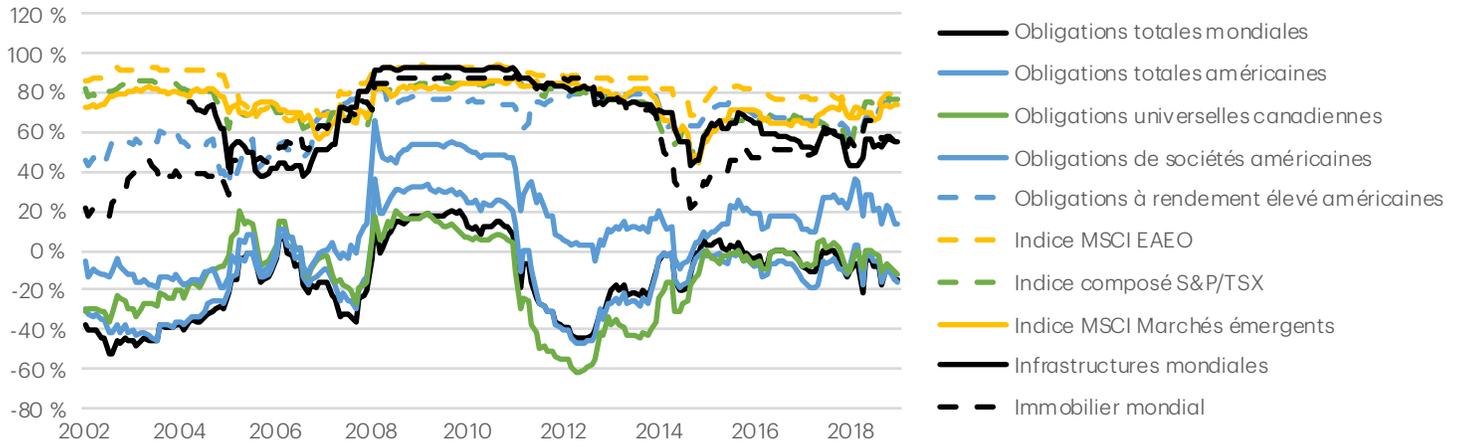
Les prévisions portent à croire que des rendements de 4 % pour la prochaine décennie pourraient être plus réalistes.

Nous traversons une période de changement générationnel où nous ne pouvons plus compter sur des taux d'intérêt de plus en plus bas pour stimuler les rendements et atténuer la volatilité. C'est ici que le premier principe de notre philosophie, la gestion prioritaire des risques, entre en jeu : innover et se tourner vers l'avenir, ce qui suppose essentiellement que la clé de la réussite en matière de placement repose sur la volonté et la capacité de s'adapter.

CPRP : Pensez-vous que la théorie moderne des portefeuilles présente les outils nécessaires pour faire face à ce changement? Si tel n'est pas le cas, comment les gestionnaires de portefeuille doivent-ils repenser leur stratégie?

Principes de la gestion prioritaire des risques | Innover et se tourner vers l'avenir

Un des ingrédients essentiels de la réussite en matière de placement est le souci constant d'être prêt pour ce qui s'en vient. Les importantes distorsions créées par les politiques financières non traditionnelles des dernières années signifient peut-être que l'époque où l'on recueillait simplement des données en vue de définir les pondérations futures est révolue. Nous sommes convaincus que les investisseurs devraient plutôt concentrer leurs efforts sur ce qu'ils peuvent contrôler, par exemple l'élaboration d'un portefeuille solide, en mesure de composer avec l'inévitable volatilité et les événements imprévisibles des marchés financiers.

Figure 3: Corrélations sur une période mobile par rapport à l'indice S&P 500

Source: Bloomberg Finance L.P. au 30 septembre 2019.

Brad : À certains égards, la théorie moderne des portefeuilles présente les outils nécessaires pour faire face à ce changement. La théorie des portefeuilles encourage les investisseurs à diversifier leurs placements. Au cours de la dernière décennie, nous avons assisté à une croissance record de nombreux actifs risqués importants, en particulier aux États-Unis, où les actions se sont redressées pour atteindre des niveaux records. Les actions technologiques ont explosé. Les titres à revenu fixe ont bondi en raison de taux d'intérêt à un plancher record, voire négatifs. Le problème est que, dans ce contexte, les investisseurs et les gestionnaires de portefeuille ont mis de côté la gestion des risques et la diversification.

À d'autres égards, la théorie moderne des portefeuilles s'est révélée inadéquate. Ainsi, cette théorie repose sur l'axiome selon lequel un risque plus élevé se traduit par des rendements plus élevés. Mais nous vivons dans un monde où les perspectives des actifs risqués sont devenues si faibles et où les taux d'intérêt sont devenus si bas que les liquidités constituent maintenant un substitut viable. Si cette situation persiste, les investisseurs n'auront aucun avantage à détenir des actifs risqués. Ce phénomène aurait également des conséquences importantes sur l'économie réelle, car il incite moins les entreprises à investir dans l'équipement et le capital fixe.

En revanche, la théorie moderne des portefeuilles est plus pertinente maintenant, car nous évoluons dans un contexte de marché où le risque et la diversification revêtiront probablement une plus grande importance dans le futur. Ces dernières années, les gestionnaires de portefeuille n'ont pas été récompensés pour la diversification et la gestion des risques. Mais maintenant que la gestion des risques regagne en intérêt, les investisseurs seront en mesure de faire la distinction entre les portefeuilles solides qui appliquent une excellente gestion des risques et ceux qui ont simplement tiré parti du marché haussier pendant 10 ans. Autrement dit, les gestionnaires de portefeuille qui sont vraiment actifs devraient maintenant être en mesure de faire leurs preuves.

CPRP : Ted, j'imagine que c'est ici qu'entre en jeu l'idée des placements non traditionnels. Tout d'abord, pour les lecteurs qui

ne connaissent peut-être pas cette catégorie d'actifs, pouvez-vous nous en dire plus?

Ted : Bien sûr! Par le passé, vous aviez une composante de revenu, qui était très fiable et qui jetait les bases du rendement de votre portefeuille. Ensuite, il y a eu les placements en actions, qui comportaient plus de volatilité et qui étaient habituellement assortis d'une composante de revenu ou de dividendes, puis d'une plus-value du capital. C'était la façon d'obtenir un rendement diversifié qui, de préférence, s'harmonisait à vos objectifs de placement. Mais nous avons découvert, au fil du temps, que les fluctuations et la volatilité de ces catégories d'actif pourraient poser certains défis.

Ce que la nouvelle norme englobe...

Actifs réels : Diversifiée par région, par type de propriété et par stratégie de gestion des risques, la catégorie des actifs réels investit dans des immeubles de bureaux, des commerces de détail, des bâtiments industriels et des immeubles résidentiels à logements multiples, ainsi que dans des activités de développement et de rehaussement immobilier.

Prêts hypothécaires privés : Les prêts hypothécaires commerciaux procurent un revenu prévisible et stable, outre le remboursement du capital. Cette stabilité provient de la qualité des actifs immobiliers sous-jacents, de la solidité, autant sur le plan des finances que sur celui de la gestion, de l'emprunteur ainsi que de la solidité et de la pérennité des loyers versés par les locataires.

Infrastructure : Ces types d'actifs (routes, terminaux de transport, installations énergétiques, etc.) font l'objet d'une vérification diligente minutieuse, notamment d'une analyse financière en profondeur et d'une mise à l'essai de scénarios. Une évaluation des risques et un montage de prêt prudent permettent d'assurer la protection des intérêts du client.

CPRP : Vous parlez de la volatilité corrélée, de l'ancien truisme sur les placements selon lequel, en période de tensions, toutes les corrélations vont dans le même sens.

Ted : C'est exact. Il en est résulté des investissements privés dans des actifs directs appelés « placements non traditionnels ». Notre travail consiste alors à élaborer une thèse de rendement fondée sur le revenu et la croissance. Et dans le contexte de Greystone TD, nous examinons les prêts hypothécaires, l'immobilier et les infrastructures – des catégories d'actif qui reposent sur des flux de revenus contractuels, qui procurent stabilité et croissance.

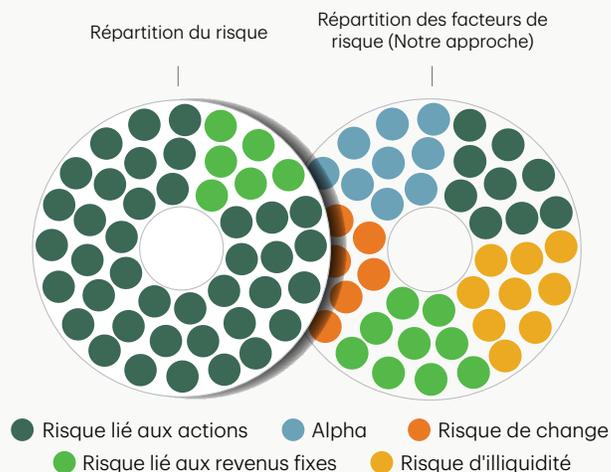
Pour ce qui est de l'immobilier, par exemple, nous créons des domiciles pour des entreprises qui signent des baux à long terme dont les loyers sont ajustés en fonction de l'inflation, les charges d'exploitation et les taxes étant facturées aux locataires directement. Nous bâtissons un flux de revenu diversifié qui affiche une certaine croissance, et ce flux de revenu comporte une prime ajustée au risque par rapport au « taux sans risque ». Dans notre monde, nous parlons du rendement ajusté au risque des titres à revenu fixe.

CPRP : D'accord, mais pour en revenir au truisme sur les corrélations, est-ce que cela ne s'appliquerait pas aussi aux actifs non traditionnels? Si l'objectif est de trouver des actifs non corrélés pour favoriser la diversification, comment la catégorie des actifs non traditionnels y parvient-elle?

Ted : Elle y parvient en investissant dans différents facteurs de diversification : par type de propriété, par région, puis par profil de risque. Prenons Vancouver par exemple. Nous avons un océan, nous avons des montagnes. Mais ce dont les gens tiennent moins compte, c'est de la ceinture verte, les zones agricoles qui limitent les possibilités de développement et

d'expansion commerciale. Ainsi, dans une région comme Vancouver, nous observons une énorme densification verticale, qui exige un grand intérêt pour l'urbanisation et le transport en commun comme moyen opérationnel de fonctionner dans cet environnement.

Figure 4: Atténuer les risques externes et interne



Source: CPRP

Ensuite, il y a des régions comme Toronto, une grande ville qui s'étend sur un vaste territoire. Son importante ceinture verte limite toutefois son expansion et sa densification. Encore une fois, l'urbanisation et le transport en commun sont essentiels au bon fonctionnement de ces villes. Alors, comment choisissons-nous et gérons-nous ce dans quoi nous investissons? Nous cernons les différents facteurs de diversification de l'économie et les occasions qui s'offrent à nous.

CPRP : Brad, il semble y avoir ici un lien avec la diversification des facteurs de risque dont vous nous avez parlé. Pouvez-vous expliquer en quoi la diversification des facteurs de risque diffère de la simple diversification des catégories d'actif, et comment les placements non traditionnels entrent en ligne de compte?

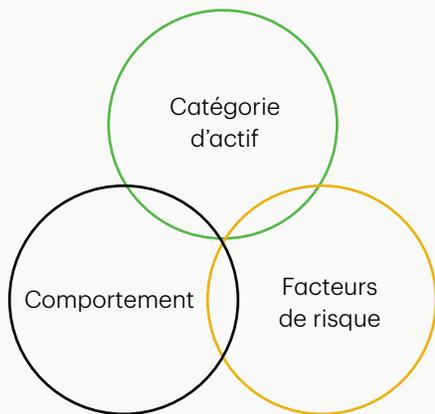
Brad : Lorsque la plupart des investisseurs et des gestionnaires de placements songent à la diversification, ils ont tendance à la considérer du point de vue des catégories d'actif, comme 60 % d'actions et 40 % d'obligations. Or, dans le portefeuille standard 60/40, plus de 90 % du risque des investisseurs est attribuable aux actions et moins de 10 % aux obligations. Du point de vue du risque, les investisseurs sont donc surexposés au risque lié aux actions [figure 4].



La bonne nouvelle, c'est que le risque lié aux actions n'est pas la seule source de rendement fiable. Le rendement à long terme découle également d'un certain nombre d'autres risques, dont les actions, le revenu fixe, l'alpha, les devises et l'illiquidité. La répartition par catégories de risque cherche à tirer avantage de ces divers facteurs de risque pour accroître le rendement du portefeuille et pour répondre aux besoins de la gestion des risques. En revanche, la répartition traditionnelle de l'actif se fonde presque exclusivement sur des pondérations fixes pour les obligations afin de maîtriser le risque.

Notre stratégie de diversification

La nouvelle norme en matière de stratégie et de mise en œuvre.



■ Une réelle diversification

Une réelle diversification implique de reconnaître qu'il n'existe aucune catégorie d'actif, aucun facteur de risque ni aucun comportement d'investissement qui puisse seul assurer un rendement stable.

■ Une catégorie d'actif

Nous employons un plus large éventail de catégories d'actif, y compris les suivantes : actions, titres à revenu fixe, rendement absolu et capital-investissement.

■ Les facteurs de risque

Les portefeuilles de placements comportent de nombreux facteurs de risque. Les facteurs liés aux actions, à l'alpha, aux devises, au revenu fixe et à l'illiquidité sont les plus importants et ils conduisent à une nouvelle façon de concevoir la diversification des portefeuilles.

■ Le comportement

La manière dont les investisseurs prennent leurs décisions a un effet déterminant sur leur rendement à long terme. Nous sommes rationnels et, parfois, nous rationalisons. Nous sommes trop confiants vis-à-vis des choses que nous connaissons bien et trop prudents vis-à-vis des choses que nous ne connaissons pas bien. Nous appelons ces comportements, ainsi que plusieurs autres, des « angles morts » et utilisons des outils de découverte pour aider les investisseurs à prendre de meilleures décisions grâce à une meilleure connaissance d'eux-mêmes.

Les praticiens qui utilisent des facteurs de risque pour prendre des décisions sur la répartition ont tendance à employer un plus large éventail de stratégies et de mandats, y compris des stratégies de capital-investissement, pour ce qui est tant des actions que du revenu, des stratégies d'actifs réels et des stratégies des titres à revenus fixes rendements absolus. Cette approche multifactorielle vise à aider les investisseurs à mieux comprendre les principales sources de rendement à long terme pour l'ensemble des catégories d'actif. De plus, elle procure aux investisseurs une nouvelle optique de la diversification des portefeuilles, leur permettant de se concentrer sur la diversification non seulement par catégories d'actif, mais aussi par sources de rendement.

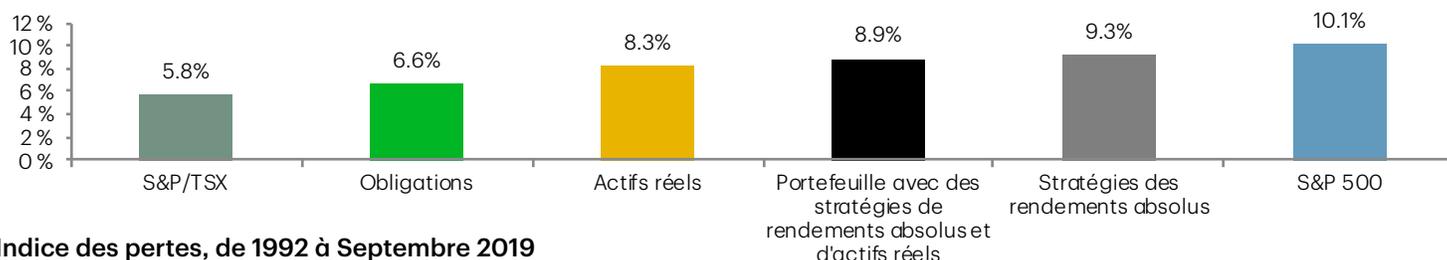
CPRP : Cela demande tout un changement de mentalité, n'est-ce pas? Les gens pensent savoir ce que signifie la diversification, mais vous leur montrez d'autres façons de diversifier leurs placements.

Brad SImpson

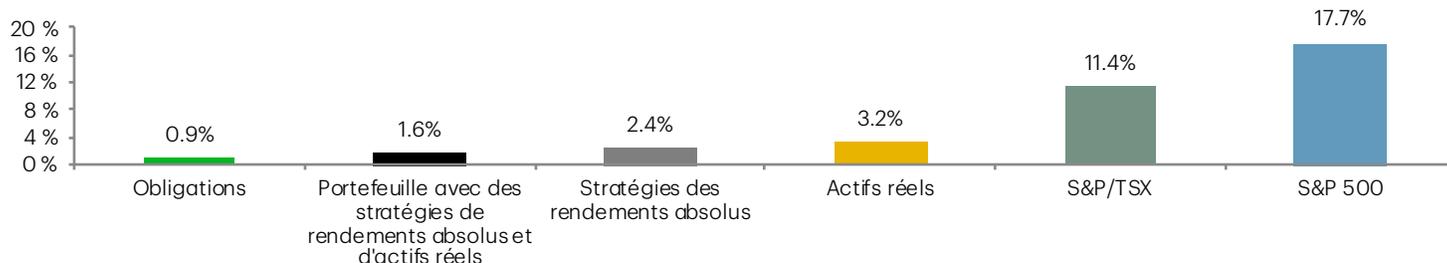


Figure 5

Rendements annualisés, de 1992 à Septembre 2019



Indice des pertes, de 1992 à Septembre 2019



HFRI : indice composé pondéré HFRI (indice de fonds de couverture). Le portefeuille avec HFRI accorde une pondération de 20 % à l'indice composé S&P/TSX (RG), une pondération de 20 % à l'indice S&P 500 (RG), une pondération de 40 % à l'indice obligataire universel FTSE TMX Canada (RG) et une pondération de 20 % à l'indice composé pondéré HFRI. La composante d'obligations est fondée sur l'indice obligataire universel FTSE TMX Canada. La composante d'actions accorde une pondération de 50 % à l'indice composé S&P/TSX (RG) et de 50 % à l'indice S&P 500 (RG). Le portefeuille sans HFRI accorde une pondération de 30 % à l'indice composé S&P/TSX (RG), une pondération de 30 % à l'indice S&P 500 (RG) et une pondération de 40 % à l'indice obligataire universel FTSE TMX Canada (RG). Le portefeuille avec actifs réels accorde une pondération de 20 % à l'indice composé S&P/TSX (RG), une pondération de 20 % à l'indice S&P 500 (RG), une pondération de 40 % à l'indice obligataire universel FTSE TMX Canada (RG) et une pondération de 20 % à l'indice Morningstar des actifs réels américains (RG). Le portefeuille avec HFRI et actifs réels accorde une pondération de 20 % à l'indice composé S&P/TSX (RG), une pondération de 20 % à l'indice S&P 500 (RG), une pondération de 35 % à l'indice obligataire universel FTSE TMX Canada (RG), une pondération de 15 % à l'indice composé pondéré HFRI et une pondération de 10 % à l'indice Morningstar des actifs réels américains (RG). Avant juin 2000, l'indice Dow Jones des placements immobiliers américains est utilisé en remplacement de l'indice Morningstar des actifs réels américains (RG). Sources : Bloomberg, Morningstar, PIMCO

Brad : Il faut une toute nouvelle doctrine pour guider notre stratégie de placement, une toute nouvelle philosophie. À Gestion de patrimoine TD, cette philosophie, qui s'appelle la gestion prioritaire des risques, intègre une répartition plus large des actifs en surface et une diversification des facteurs de risque sous la surface pour gérer les risques tout en augmentant les rendements [figure 4]. Nous croyons que cet amalgame des écoles de pensée traditionnelle et contemporaine constitue une meilleure façon de bâtir et de gérer des portefeuilles aujourd'hui et demain.

Les actifs réels représentent une partie importante de la gestion prioritaire des risques parce qu'ils offrent une diversification prenant la forme d'une faible volatilité et de rendements intéressants ajustés au risque. Si vous les comparez à d'autres catégories d'actif du point de vue du rendement, du rendement ajusté au risque, de la volatilité et de la corrélation avec l'indice S&P/TSX, leur performance est excellente. [Figure 5]

Notre dernier point sur la gestion prioritaire des risques porte sur ce qu'on appelle l'indice des pertes, qui mesure l'importance, la durée et la fréquence des pertes d'un placement. Plus le chiffre est bas, mieux c'est : 0,0 % indique qu'un placement n'a jamais subi de perte. Dans les recherches que nous avons effectuées, les actifs réels ont obtenu la deuxième meilleure note de notre indice des pertes, après les obligations canadiennes.

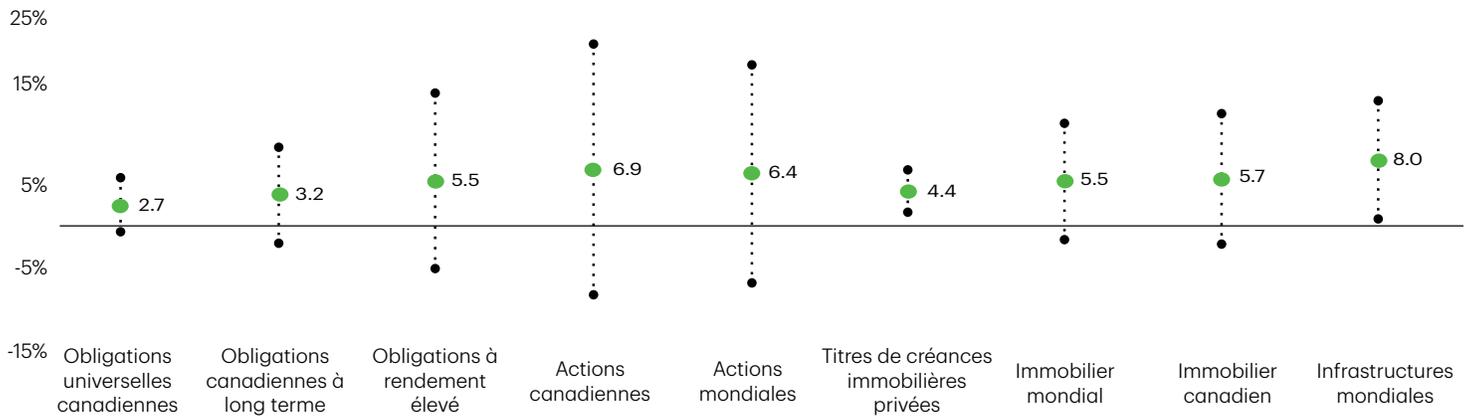
C'est en soi un avantage considérable, mais ce n'est pas tout! L'un des principes fondamentaux de la gestion prioritaire des risques

consiste à innover et à se tourner vers l'avenir. Les taux d'intérêt se trouvant à des creux records, la performance des obligations canadiennes au regard de l'indice des pertes pourrait être très différente. Cela contraste nettement avec la performance des actifs réels, fondée sur l'offre et la demande, qui pourrait être marquante dans un contexte où les gouvernements, à l'échelle de la planète, auront à renouveler des infrastructures essentielles. En 2016, le McKinsey Global Institute prévoyait que l'investissement en infrastructures (ports, aéroports, chemins de fer, aqueducs, télécommunications, routes, électricité, etc.) s'élèverait à 42 000 milliards de dollars américains sur les 15 prochaines années. Ces caractéristiques de performance passées, ajoutées à des perspectives favorables, expliquent pourquoi ce type d'actif est devenu si important.

CPRP : Y a-t-il des indications qu'une stratégie misant sur des placements non traditionnels pourrait fonctionner? Existe-t-il des prévisions de rendement pour les placements non traditionnels par rapport aux autres catégories d'actif?

Ted : Nous avons un graphique qui compare les rendements et la fourchette des résultats prévus pour diverses catégories d'actif [figure 6]. Bien sûr, il s'agit d'hypothèses. À droite, nous voyons les catégories d'actif non traditionnelles et, à gauche, les indices publics. Dans le cas des titres de créances immobilières privées, par exemple, vous pouvez voir deux choses : premièrement, le rendement prévu est nettement supérieur à celui des obligations canadiennes de qualité investissement; deuxièmement, ce qui est le plus marquant, c'est que la fourchette de résultats

Figure 6: Rendements attendus des catégories d'actif (Fourchette de résultats attendue)



Source : Gestion de Placements Greystone TD. Au 30 septembre 2018. Rien ne garantit que la fourchette de résultats attendue se réalisera.

prévue n'est associée à aucun rendement négatif. Pourquoi? Parce que ces prêts hypothécaires se fondent sur un bien-fonds, un immeuble et un ensemble de baux et de locataires dont nous avons examiné les bilans. Nous voyons très difficilement comment cela pourrait se traduire par des résultats négatifs. Le regroupement de ces actifs hypothécaires privés représente donc une solution de titres à revenu fixe complémentaire intéressante que les clients doivent envisager.

CPRP : Il semble donc que ces types de stratégies de diversification sont censés être défensifs. Mais à quel point ces stratégies doivent-elles être défensives? Beata, dans votre dernier indice économique avancé américain, six des huit indicateurs sont passés au jaune. Est-ce une source de préoccupation? Une récession aux États-Unis au cours de la prochaine année ou des deux prochaines années est-elle inévitable?

Beata : Elle n'est pas inévitable, mais l'indice révèle que le coussin de croissance qui soutient l'économie s'est aminci. Tout faux pas de la politique financière comporte maintenant beaucoup plus de risques. La confiance et les investissements des entreprises pèsent dans la balance, et nous surveillons de près les possibilités de contagion de l'ensemble des économies américaine et canadienne, en particulier l'endettement des

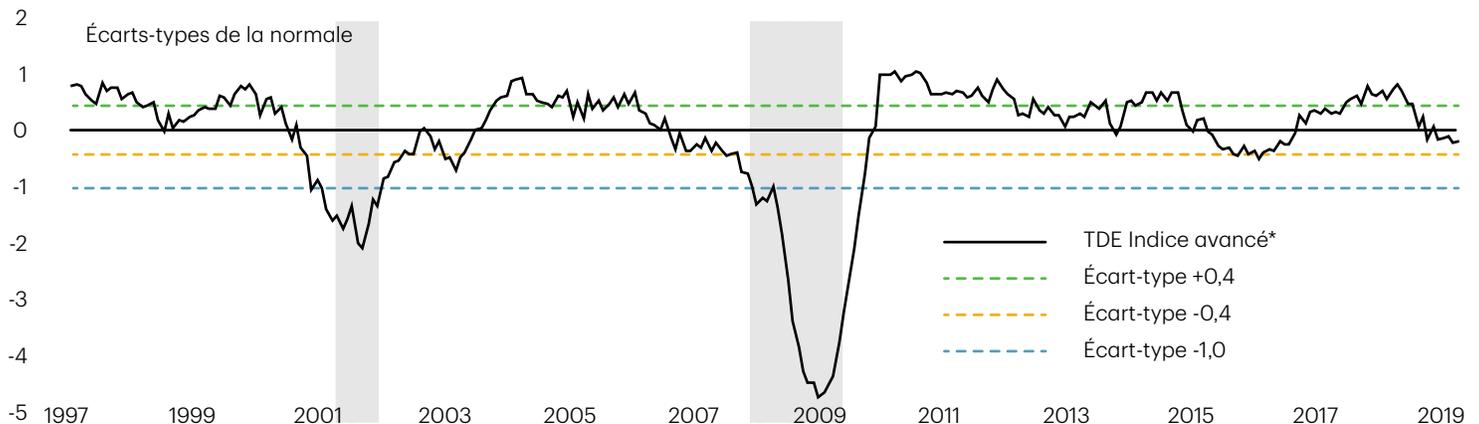
ménages. [Figure 7] Jusqu'à présent, cette tendance semble différente de celle que nous avons observée à l'approche des ralentissements économiques précédents, où des secteurs précis se sont enfoncés profondément en territoire négatif en raison d'excès antérieurs.

La Réserve fédérale américaine considère les données et les risques de la même manière, en appliquant déjà un filet de sécurité de 75 points de base dans les réductions de taux, y compris un filet au 30 octobre. Nous espérons que ces mesures apporteront le soutien nécessaire à l'économie.

CPRP : Dans un article récent, vous avez laissé entendre que les indicateurs de récession, comme l'inversion de la courbe des taux, ne sont peut-être plus aussi fiables qu'ils l'ont déjà été. Pour quelles raisons? Qu'est-ce qui rend ces indicateurs moins fiables?

Beata : L'inversion de la courbe des taux est sans doute un bon indice qu'une récession s'en vient. Mais, dans l'histoire, cette association n'est pas parfaite. De nos jours, cet indicateur peut être occulté par des politiques inhabituelles des banques centrales. Tout modèle de probabilité qui comprend la courbe des taux comme variable explicative

Figure 7: L'indice économique avancé de la TD passe au jaune



* L'indice est composé de huit indicateurs économiques avancés. Un écart-type de 0 correspond à la moyenne historique (de 1997 à aujourd'hui) du cycle économique. Un écart-type de -0,4 correspond habituellement à un signal d'alarme, tandis qu'un écart-type de -1,0 reflète un contexte de récession. Source : Services économiques TD

affichera une forte probabilité de récession lorsque l'inversion se maintient, habituellement dans une fourchette allant de 50 % à 60 %. Mais si l'on s'intéresse aux modèles qui surveillent les indicateurs économiques plutôt qu'aux modèles de probabilité de récession, les probabilités chutent pour se situer dans la fourchette de 20 % à 30 %.

CPRP : Outre la politique financière, il y a aussi les politiques budgétaires, les conflits géopolitiques et les turbulences commerciales. Dans quelle mesure ce ralentissement mondial est-il attribuable à la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine?

Beata : La longue perturbation des flux commerciaux a certainement miné les perspectives de croissance mondiale. L'an dernier, nous avons prévu une croissance de 3,6 %. Aujourd'hui, cette prévision a été abaissée à 2,9 %, le rythme le plus faible depuis 10 ans.

La récente annonce de l'accord de la phase 1 ne viendra pas forcément à bout de l'incertitude des entreprises et des partenaires commerciaux. Le monde des affaires exige des garanties quant à savoir si les droits de douane antérieurs seront levés et résolus de façon permanente. L'accord de la phase 1 ne semble pas répondre à ces exigences. Et, est-ce que cela incite davantage les États-Unis à se tourner vers l'Europe? Nous pensons que la réponse est oui. Le cycle baissier actuel du secteur manufacturier peut-il être rapidement interrompu? Probablement pas. Mais les mendiants ne peuvent pas être difficiles. Des progrès limités procurent un certain répit à ce qui était devenu un commerce unidirectionnel, même s'ils ne semblent pas offrir une plus grande transparence aux entreprises en ce qui a trait à l'accès aux marchés, aux structures de coûts et aux perspectives générales à l'échelle mondiale.

Nous avons été d'éternels optimistes quant au fait que le secteur américain de la consommation présente des assises solides et une source de hausse potentielle. Les dépenses du troisième trimestre ont augmenté de 3%, à la suite d'un deuxième trimestre encore plus vigoureux. Mais si les tarifs douaniers pleinement en vigueur pèsent sur la production et l'humeur des marchés, notre optimisme s'estompera.

CPRP : Brad, vous faites partie du Comité de répartition des actifs de Gestion de patrimoine, et je sais que l'un des thèmes porte sur la durée de ce bras de fer commercial entre les États-Unis et la Chine. Croyez-vous que les investisseurs sous-estiment l'importance et la durée de la guerre commerciale?

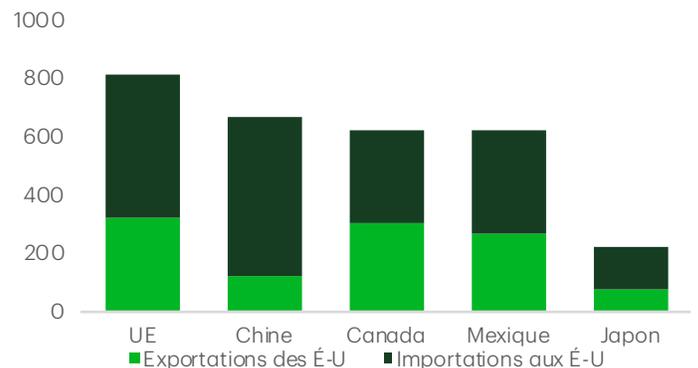
Brad : Les investisseurs ne semblent pas prendre en compte la forte probabilité d'une longue guerre commerciale. Les actifs risqués, et surtout les actions américaines, continuent de se négocier à des sommets presque records malgré la crainte d'une récession induite par la faiblesse des taux d'intérêt et l'inversion de la courbe des taux. Les répercussions de la guerre commerciale ont été atténuées jusqu'à maintenant. Nous avons observé des changements positifs dans la relation,

avec l'annonce d'un accord préliminaire entre les États-Unis et la Chine, mais n'allons pas plus loin, car les États-Unis et la Chine ne se sont pas entendus sur grand-chose. À tous égards, ils ont accepté de retraiter dans leur coin et de cesser de se donner des coups de poing pendant qu'ils s'efforcent de régler des problèmes difficiles. Ainsi, même si les risques immédiats liés aux échanges commerciaux entre les États-Unis et la Chine ont diminué et que la pause entre les rondes sera probablement prolongée jusqu'à la hausse des tarifs prévue en décembre, la majeure partie des questions difficiles n'a pas été résolue et ne devrait pas l'être avant les élections de 2020. Une préoccupation plus importante pourrait être de savoir si cette guerre commerciale n'est pas juste un précurseur de l'incertitude et des conflits futurs entre les États-Unis et la Chine étant donné que l'influence de la Chine grandit au détriment des États-Unis.

CPRP : Et il y a encore la menace grandissante d'une guerre commerciale avec l'Union européenne, qui, si j'ai bien compris, est un partenaire commercial encore plus important. Beata, quel est le risque que les États-Unis s'engagent sur deux fronts dans cette guerre commerciale?

Figure 8: Prochaine cible, l'Europe, un partenaire commercial plus important que la Chine

(Valeur des échanges commerciaux en 2018 (G\$ US))



Source: Census Bureau et services économiques TD

Beata : La relation commerciale entre les États-Unis et l'Union européenne est plus importante que celle que les États-Unis entretiennent avec la Chine [figure 8]. Ainsi, même si un accord est rapidement conclu avec la Chine, la tension à l'échelle mondiale persistera du côté de l'Europe et d'autres régions. Ainsi, l'Inde a récemment fait l'objet de représailles de la part des États-Unis, et d'autres marchés asiatiques, comme le Vietnam, ont reçu des avertissements. Ce ne sont là que les mesures prises contre des pays dont nous sommes au courant à l'heure actuelle. Peu d'entreprises et de participants au marché auraient pu prévoir la menace tarifaire généralisée qui a été brandie contre le Mexique plus tôt cette année dans le but de régler les problèmes de sécurité à la frontière. Cette menace a été retirée par la suite.

De plus, l'administration américaine nous fera part en novembre de sa décision sur les importations d'automobiles, à la suite de son enquête menée en vertu de l'article 232. Le Japon a conclu un accord commercial qui lui accorde la clémence jusqu'en

avril de l'année prochaine quant à cette décision, mais l'Europe demeure dans la mire. Une collision des conflits commerciaux des États-Unis sur deux continents pourrait ébranler durement la confiance des entreprises.

Avec le recul, nous constatons maintenant que la renégociation de l'ALENA a été l'un des obstacles commerciaux les plus faciles à surmonter, car il existait déjà un pacte commercial à partir duquel il était possible de bâtir. La guerre commerciale entre la Chine et les États-Unis n'a pas cet avantage. Tout comme un éventuel accord commercial entre l'Union européenne et les États-Unis.

CPRP : Ted, comment le contexte macroéconomique actuel influence-t-il votre stratégie pour les placements non traditionnels?

Ted : Je dirais que, quand nous voyons les chiffres dans un contexte de taux négatifs, quand nous considérons la situation à l'échelle mondiale, quand nous voyons les agissements de Trump, toutes ces dynamiques, la question suivante se pose : allons-nous voir des prévisions de rendement à la baisse pour ces placements non traditionnels? Peut-être. Et cela ne me fait pas peur si c'est la réalité de ce qui est approprié sur une base ajustée au risque.

Je dirais que, sur le marché, nous devons être incroyablement conscients du risque que nous prenons lorsque nous achetons un actif moins liquide et plus matériel. Alors, en quoi consiste notre hypothèse de croissance? L'avons-nous évaluée correctement? Si toutes ces mesures de relance budgétaire ne donnent pas les résultats escomptés et que nous observons un contexte de récession, comment avons-nous évalué la valeur de ces engagements et de ces flux de revenus dans un marché baissier?

Il s'agit donc d'une importante question ouverte, et je dirais que nous devons relever le défi d'un point de vue ascendant pour chaque actif que nous envisageons d'intégrer au portefeuille. Cela vaut-il la peine sur une base absolue? Sur une base ajustée au risque? Sur le plan économique? Sur le plan géopolitique? Tous ces facteurs doivent être pris en compte pour déterminer si un actif donné mérite d'être intégré au portefeuille. Et nous faisons cette évaluation tout le temps.

CPRP : Selon vous, quel est le risque numéro un pour les placements non traditionnels dans ce contexte de volatilité et d'incertitude?

Ted : Quel est le risque le plus important? Le risque est présent quand nous dominons le cycle, quand nous sommes trop audacieux, quand nous tombons dans l'excès. J'ai commencé ma carrière comme gestionnaire immobilier dans le secteur de la location et du développement. J'ai eu, je crois, la chance d'avoir connaissance de l'offre excédentaire du marché des bureaux à Toronto à la fin des années 1980 et au début des années 1990. Nous avons constaté que le taux d'occupation établi sur le marché qui a créé un risque fondamental et une dépréciation de la valeur des actifs était dû au fait que nous avions surestimé le marché, que nous avons dépassé l'offre.

Mais, aujourd'hui, les données disponibles pour évaluer le risque sont bien meilleures. Par exemple, dans le secteur de la construction, l'évaluation, la souscription et les rendements attendus sont calculés avec beaucoup plus de minutie. L'endettement est moins important. Par conséquent, les pressions immédiates sur les résultats sont réduites et vous bénéficiez de plus de temps pour faire ce qu'il faut lorsque les risques sont plus grands. Je pense donc qu'il y a plus de prudence et de rigueur qu'il y a 20 ou 30 ans. Nous vivons dans un monde plus complexe, mais nous sommes mieux outillés avec les données.

Quand on regarde la mer d'occasions de placement et les différents rôles que jouent tous ces navires lorsqu'ils affrontent les tempêtes et les courants, on se considère presque comme un superpétrolier dans le domaine des actifs non traditionnels. Nous sommes imposants, nous sommes solides et nous sommes faits avec un moteur très puissant. Ce moteur, c'est le revenu. Il nous procure la fiabilité et la prévisibilité nécessaires pour naviguer dans des eaux très difficiles et inexplorées, surtout si l'on tient compte de l'ensemble de l'économie.

CPRP : Brad, je vous laisse le mot de la fin. Comment les conseillers et leurs clients devraient-ils se repositionner dans ce contexte difficile?

Brad : Les conseillers et leurs clients doivent accorder la priorité au risque, à la diversification et à la préservation du capital dans la mesure du possible. De plus, nous devons tenir compte des aspects comportementaux des placements. Une grande partie de notre discussion d'aujourd'hui portait sur le changement, et beaucoup d'entre nous s'opposent au changement. Nous vous conseillons d'adhérer au changement et de bâtir des portefeuilles résilients qui sont diversifiés dans l'ensemble des facteurs de risque, pas seulement en actions et en obligations, et qui peuvent vous aider à résister aux tensions. De cette façon, les investisseurs ne sont pas surexposés à un ou deux facteurs de risque susceptibles d'anéantir leur portefeuille en cas de repli des marchés.

Cette approche multifactorielle vise à aider les investisseurs à mieux comprendre les principales sources de rendement à long terme pour l'ensemble des catégories d'actif. De plus, elle fournit aux investisseurs une nouvelle façon d'envisager la diversification des portefeuilles, leur permettant de se concentrer sur la diversification non seulement par catégories d'actif, mais aussi par sources de risque et de rendement.

Comme Ted l'a laissé entendre, l'utilisation de capitaux privés, surtout sous forme de prêts hypothécaires, de biens immobiliers et d'infrastructures, est un élément clé. Les stratégies à rendement absolu constituent également une partie importante de la composition. Nous avons utilisé le terme « non traditionnel » à plusieurs reprises aujourd'hui parce qu'il s'agit d'un terme populaire pour désigner une foule de façons différentes de faire croître et de protéger le capital. Mais il est peut-être mal choisi. À Gestion de patrimoine TD, nous aimons appeler notre approche à l'égard de ces placements « la nouvelle norme ».

Rendement des marchés

		(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
Rendement des indices canadiens (\$ CA)	Indice	1 mois	3 mois	Cumul annuel	1 an	3 ans	5 ans	Depuis le 01/01/2012	10 ans	20 ans
Indice composé S&P/TSX (RG)	58 605	1,69	2,48	19,11	7,06	7,36	5,31	7,56	6,97	7,12
Indice composé S&P/TSX (cours)	16 659	1,32	1,69	16,31	3,64	4,20	2,17	4,37	3,87	4,46
S&P/TSX 60 (RG)	2 844	1,96	2,69	19,02	8,39	8,44	6,14	8,31	7,03	7,21
S&P/TSX petites sociétés (RG)	924	-2,77	-1,22	9,07	-6,62	-1,84	0,10	1,60	3,73	-
Rendement des indices américains (\$ US)	Indice	1 mois	3 mois	Cumul annuel	1 an	3 ans	5 ans	Depuis le 01/01/2012	10 ans	20 ans
S&P 500 (RG)	6 009	1,87	1,70	20,55	4,25	13,39	10,84	14,11	13,24	6,33
S&P 500 (cours)	2 977	1,72	1,19	18,74	2,15	11,14	8,58	11,75	10,91	4,30
Dow Jones des valeurs industrielles (cours)	26 917	1,95	1,19	15,39	1,73	13,71	9,57	10,72	10,73	4,90
NASDAQ composé (cours)	7 999	0,46	-0,09	20,56	-0,58	14,62	12,23	15,57	14,19	5,49
Russell 2000 (RG)	7 675	2,08	-2,40	14,18	-8,89	8,23	8,19	11,27	11,19	7,99
Rendement des indices américains (\$ CA)	Indice	1 mois	3 mois	Cumul annuel	1 an	3 ans	5 ans	Depuis le 01/01/2012	10 ans	20 ans
S&P 500 (RG)	7 957	1,48	2,91	17,02	6,66	13,76	14,60	18,07	15,66	5,78
S&P 500 (cours)	3 942	1,33	2,40	15,27	4,51	11,50	12,27	15,63	13,28	3,76
Dow Jones des valeurs industrielles (cours)	35 647	1,55	2,40	12,01	4,08	14,07	13,29	14,57	13,10	4,36
NASDAQ composé (cours)	10 594	0,07	1,10	17,03	1,71	14,99	16,03	19,58	16,63	4,94
Russell 2000 (RG)	10 164	1,69	-1,24	10,83	-6,79	8,58	11,86	15,13	13,57	7,43
Rendement total des indices MSCI (\$ US)	Indice	1 mois	3 mois	Cumul annuel	1 an	3 ans	5 ans	Depuis le 01/01/2012	10 ans	20 ans
Monde	9 182	2,18	0,66	18,15	2,42	10,82	7,79	11,05	9,62	5,43
EAO (Europe, Australasie et Extrême-Orient)	7 989	2,92	-1,00	13,35	-0,82	7,01	3,77	7,34	5,39	4,17
MÉ (Marchés émergents)	2 297	1,94	-4,11	6,23	-1,63	6,37	2,71	4,06	3,73	7,64
Rendement total des indices MSCI (\$ CA)	Indice	1 mois	3 mois	Cumul annuel	1 an	3 ans	5 ans	Depuis le 01/01/2012	10 ans	20 ans
Monde	12 160	1,78	1,86	14,69	4,78	11,18	11,45	14,90	11,96	4,88
EAO (Europe, Australasie et Extrême-Orient)	10 580	2,52	0,18	10,03	1,47	7,35	7,29	11,07	7,64	3,63
MÉ (Marchés émergents)	3 042	1,55	-2,96	3,12	0,63	6,71	6,19	7,67	5,94	7,08
Incidence des fluctuations de change	Niveau	1 mois	3 mois	Cumul annuel	1 an	3 ans	5 ans	Depuis le 01/01/2012	10 ans	20 ans
Dollar canadien (USD/CAD)	75,51	0,39	-1,18	3,02	-2,25	-0,32	-3,28	-	-2,09	0,52
Rendement des cours des indices régionaux (en monnaie locale)	Indice	1 mois	3 mois	Cumul annuel	1 an	3 ans	5 ans	Depuis le 01/01/2012	10 ans	20 ans
FTSE 100 de Londres (R.-U.)	7 408	2,79	-0,23	10,11	-1,36	2,40	2,27	4,73	3,74	0,01
Hang Seng (Hong Kong)	26 092	1,43	-8,58	0,95	-6,10	3,85	2,61	8,06	2,22	3,65
Nikkei 225 (Japon)	21 756	5,08	2,26	8,70	-9,80	9,77	6,11	18,17	7,94	1,06
Courbe des taux		3 mois		5 ans		10 ans		30 ans		
Courbe des taux canadiens		1,66		1,40		1,36		1,53		
Courbe des taux américains		1,81		1,54		1,66		2,11		
Indices obligataires canadiens (\$ CA) (rend. total)	Indice	1 mois	3 mois	Cumul annuel	1 an	3 ans	5 ans	Depuis le 01/01/2012	10 ans	
Indice obligataire universel FTSE TMX Canada	1,133	-0,84	1,19	7,79	9,69	2,66	3,91	3,58	4,38	
Indice des oblig. can. à court terme FTSE TMX (1-5 ans)	731	-0,38	0,27	2,95	4,36	1,47	1,89	1,98	2,40	
Indice des oblig. can. à moyen terme FTSE TMX (5-10 ans)	1,220	-1,05	0,94	6,91	9,50	2,14	3,77	3,75	4,72	
Indice des oblig. can. à long terme FTSE TMX (10 ans et plus)	1,964	-1,26	2,52	14,92	17,07	4,49	6,67	5,57	7,15	

Sources : Valeurs Mobilières TD Inc., Bloomberg Finance L.P. RG : rendement global; cours : rendement des cours. Au 30 Septembre 2019.



Les présents renseignements ont été fournis par Gestion de patrimoine TD et ne servent qu'à des fins d'information. Les renseignements proviennent de sources jugées fiables. Les graphiques et les tableaux sont présentés uniquement à titre d'illustration; ils ne reflètent pas la valeur ou des rendements futurs. Ces renseignements n'ont pas pour but de fournir des conseils financiers, juridiques, fiscaux ou de placement. Les stratégies de placement, de négociation ou de fiscalité devraient être étudiées en fonction des objectifs et de la tolérance au risque de chacun.

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 les 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.

Gestion de patrimoine TD représente les produits et les services offerts par TD Waterhouse Canada Inc., 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).

Source : London Stock Exchange Group plc et les entreprises du groupe (collectivement, le « groupe LSE »). © Groupe LSE, 2019. FTSE Russell est le nom commercial de certaines des sociétés membres du groupe LSE. « FTSE® », « Russell® » et « FTSE Russell® » sont des marques de commerce des sociétés membres du groupe LSE concernées et sont utilisées sous licence par toute autre société membre du groupe LSE. « TMX® » est une marque de commerce de TSX Inc. et est utilisée sous licence par le groupe LSE. Tous les droits à l'égard des indices ou des données FTSE Russell sont acquis auprès de la société membre du groupe LSE concernée à qui appartiennent les indices ou les données. Ni le groupe LSE ni ses concédants de licence n'acceptent de responsabilité pour les erreurs ou les omissions dans les indices ou les données, et aucune partie ne peut se fier aux indices ou aux données de la présente communication. Aucune autre publication des données du groupe LSE n'est permise sans le consentement écrit de la société membre du groupe LSE concernée. Le contenu de la présente communication n'est pas promu, parrainé ou endossé par le groupe LSE.

Bloomberg et Bloomberg.com sont des marques de commerce et de service de Bloomberg Finance L.P., une société en commandite dont le siège social est situé au Delaware, ou de ses filiales. Tous droits réservés.

Toutes les marques de commerce sont la propriété de leurs détenteurs respectifs.

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