

# « Nous »

Stratégie de portefeuille trimestrielle | T4 2023

5 novembre 2023

En Bref



### « Nous »

Il y a plus de choses qui nous unissent que de choses qui nous divisent. Maintes fois répété, cet adage tombe trop souvent dans l'oubli. Au cours de la décennie séparant la crise financière mondiale de la Grande Récession, nous avons connu la période d'essor économique la plus longue de l'histoire américaine. Bien qu'elle ait pris fin, il convient de noter que, pendant cette douzaine d'années, nous avons également connu la période d'essor économique la plus longue de l'histoire du monde, car il s'agissait d'ailleurs d'une économie *mondiale*, au sein de laquelle les entreprises établies à l'échelle du globe et les dirigeants régionaux travaillaient main dans la main pour favoriser une prospérité mutuelle. Actuellement, en raison de la montée du populisme, du protectionnisme et des conflits armés, ces jours-là semblent déjà appartenir à un lointain passé. Le développement d'une économie mondialisée n'est plus dans la mire des dirigeants politiques, et il est de plus en plus difficile de retrouver une impression d'unité en disant « nous ».

L'histoire montre que dans la majorité des cas, les pays qui pratiquent le libre-échange apprennent à coexister. Depuis le début de 2022, nous tentons de composer avec la guerre russo-ukrainienne et nous essayons à présent de donner un sens à la guerre au Moyen-Orient. Ensemble, témoignons notre solidarité envers les personnes directement touchées, et prions pour le retour de la paix dans la région. Le coût humain est incalculable. Néanmoins, dans le cadre de nos responsabilités professionnelles, nous devons tenir compte des répercussions de cette guerre sur les marchés financiers.

Dans le numéro d'automne de *Stratégie de portefeuille trimestrielle*, nous tâcherons, comme toujours, de définir les conditions actuelles, de vous donner un aperçu des mois à venir et de vous présenter nos hypothèses sur l'évolution de ces conditions et les facteurs qui influenceront nos décisions en vue de faire croître et de protéger le capital d'investissement.

---

Portez-vous bien,,

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Brad Simpson'.

Brad Simpson  
Stratège en chef, Gestion de patrimoine TD

# La complexité surmontée

## Complexité

### 49 = Faible

L'économie américaine se dirige peut-être vers un atterrissage en douceur, selon les sondages effectués auprès des gestionnaires.

Les indices des directeurs d'achats du secteur des services sont demeurés expansionnistes, tout juste sous le seuil de 50. Les indices des directeurs d'achats du secteur manufacturier ont par ailleurs étonné les marchés en octobre, passant de 47,6 à 49. Si les États-Unis évitent la récession, les actions américaines dans l'ensemble devraient bien se comporter.

### 15 = Difficile?

La médaille a toutefois son revers, l'indice des indicateurs économiques avancés du U.S. Conference Board, qui devance les tournants du cycle économique de six à huit mois, a reculé pendant 15 mois consécutifs – la plus longue séquence depuis 2008 – et affiche un niveau négatif sur 12 mois. Les signaux contradictoires abondent.

### Le renversement des poids lourds

Quelle est la teneur des titres technologiques au sein de l'indice S&P? En septembre, le gouvernement chinois a annoncé qu'il interdirait l'utilisation de l'iPhone à ses employés. L'action d'Apple a chuté de près de 10 % en trois jours, ce qui en a fait l'un des facteurs qui ont le plus nui au rendement de l'indice pour le mois.

### 14,5x < 16x < 21x

Bien que l'indice S&P 500 pondéré en fonction de la capitalisation boursière se négocie à 21 fois les bénéfices prévisionnels, la version équi pondérée se négocie à seulement 16 fois, ce qui indique qu'il y a de la valeur en dehors des sept mégacapitalisations. L'indice composé S&P/TSX se négocie quant à lui à 14,5 fois et est composé à 78 % de titres cycliques.

### Quart de siècle

Les obligations américaines de qualité investissement offrent maintenant leur taux global le plus élevé, soit 5,5 %, depuis la fin des années 1990, et leurs paramètres fondamentaux semblent solides. Le ratio dette/BAA1A sur 12 mois a baissé à 2,5x, comparativement à 2,8x en 2019, et il y a eu quatre fois et demie plus de surclassements que de déclassés au premier semestre de 2023.

### 33e centile

Les titres du secteur de l'énergie se négocient 12x les bénéfices prévisionnels. Ce qui représente le 33e centile de sa fourchette historique et un escompte de 41 % par rapport à l'indice S&P 500. Vu l'offre limitée de pétrole et les rendements en dividende moyens de 3,7 %, le secteur de l'énergie pourrait s'apprêter à remonter.

### 50 % de moins

Les ventes de maisons existantes au Canada ont chuté de plus de 50 % depuis que la Banque du Canada a commencé à relever son taux directeur en 2022, et le prix moyen des maisons a reculé de 20 % pendant cette période.

### 4 % < 20 %

L'immobilier a perdu la faveur des investisseurs après la pandémie, mais tout dans ce secteur est une question de nuances. Les taux d'inoccupation dans les immeubles de bureaux traditionnels sont supérieurs à 20 %, mais les domaines comme la logistique affichent des taux d'inoccupation de 4 % aux États-Unis. Parallèlement, la demande pour les centres de données est alimentée par l'infonuagique, la création de contenu et la révolution de l'IA.

## Adaptation

### Sept ans de malheur

Les marchés ont beaucoup de difficulté à prédire les hausses de taux. En 2008, les investisseurs s'attendaient à des hausses, ce qui ne s'est produit que sept ans plus tard. Puis, en 2015, ils en ont largement sous-estimé la vitesse. En conclusion : la Fed réagit aux données, et non à l'humeur.

### Processus plutôt que prédiction

Nous gérons les placements en fonction d'un ensemble de principes directeurs conçus pour fonctionner dans un monde en constante évolution. Nous mettons l'accent sur les objectifs des investisseurs et sur une véritable diversification. Nous bâtissons des portefeuilles résilients qui visent à produire des rendements, peu importe le contexte.

### Être rémunéré

L'objectif de la diversification des facteurs est de réduire l'exposition involontaire aux risques et de viser une exposition aux facteurs rémunérés tout en réduisant à un minimum l'exposition aux facteurs non rémunérés.

### Tactiques sur les marges

Les changements tactiques ou dynamiques doivent être effectués seulement à la marge, intentionnellement et en limitant le risque. La répartition stratégique de l'actif demeure le principal facteur de rendement d'un portefeuille et est essentielle pour aider les investisseurs à atteindre leurs objectifs.

### Quatre quadrants

Il y a quatre contextes économiques fondamentaux : la croissance en hausse, la croissance en baisse, la hausse de l'inflation et la baisse de l'inflation. Les marchés réagissent lorsque les économies passent d'une situation à l'autre. Or, les transitions demeurent imprévisibles et peuvent être difficiles. Nous ne prédisons pas l'avenir; nous investissons dans les quatre quadrants.

### Une très forte probabilité

À long terme, il a été presque impossible de perdre de l'argent sur l'ensemble du marché. La probabilité de générer des revenus en misant sur l'indice S&P 500 sur une période de 5 ans est de 85 %, et de 100 % sur 20 ans.

### Rappelez-vous la règle 10/10/10

Que penserez-vous de cette situation dans 10 minutes, 10 mois ou 10 ans? Faites preuve de patience. La patience est considérée à raison comme une vertu.

### Véritable diversification

Pour prospérer dans ce nouveau monde, les investisseurs ont besoin d'une approche de gestion de portefeuille contemporaine et d'une véritable diversification, tout en assurant un équilibre entre 1) la répartition générale de l'actif et 2) la diversification des facteurs de risque, auxquelles doit s'ajouter 3) une compréhension approfondie du comportement financier.



## T4.2023 | Sommaire

■ **Point de vue interne | Légère surpondération des titres à revenu fixe** : Le marché de l'emploi reste solide et l'inflation continue de se normaliser, comme prévu par la Banque du Canada. Dans ces conditions, la probabilité que la banque centrale commence à réduire ses taux dans les neuf à douze prochains mois est à notre avis inférieure à ce que les investisseurs anticipent actuellement. On peut donc s'attendre à ce que les taux d'intérêt baissent plus lentement que prévu. En revanche, cette conjoncture pourrait aussi signifier un rendement du revenu plus élevé pendant encore un certain temps pour la catégorie d'actif. Nous nous attendons toujours à ce que les titres à revenu fixe surpassent les actions au cours des 12 prochains mois. Les obligations devraient par ailleurs continuer à contribuer à la diversification du portefeuille, à en réduire la volatilité globale et à en préserver le capital. • **Pondération neutre des actions** : Compte tenu du récent repli, les perspectives de rendement nous paraissent plus équilibrées. La croissance des bénéfices a été négative sur 12 mois, mais nous estimons qu'elle commence maintenant à se stabiliser, voire à montrer des signes positifs. Les évaluations boursières se sont contractées quelque peu, surtout dans les secteurs qui pourraient rencontrer des difficultés, ce qui pourrait se traduire par de meilleures perspectives de risque/rendement. • **Pondération neutre des actifs alternatifs et des actifs réels** : Nous sommes d'avis que les placements en actifs alternatifs peuvent, à long terme, avantager les portefeuilles diversifiés. Les actifs alternatifs peuvent offrir une protection contre l'inflation et des rendements absolus intéressants, tout en agissant comme des stabilisateurs de portefeuille à long terme grâce à leurs avantages en matière de diversification et à leurs flux de revenus moins corrélés.

■ **Revue du trimestre** | Au début de l'année, nombreux étaient ceux qui s'attendaient à ce que les économies américaine, canadienne et mondiale soient déjà en récession, ce qui n'est pas le cas, du moins pas encore. Les économies américaine et japonaise sont toujours vigoureuses, les marchés de l'emploi demeurent serrés, l'inflation est toujours supérieure aux cibles des banques centrales et, fait important, les taux d'intérêt resteront probablement plus élevés pendant plus longtemps que prévu. Il convient également de noter que les perspectives quant à la persistance des taux élevés ont entraîné une faiblesse généralisée dans l'ensemble des catégories d'actif mondiales. Hormis quelques exceptions, notamment sur les marchés des produits de base, de façon générale, les occasions se sont faites rares pendant le troisième trimestre de 2023. • **Ensoleillé aux États-Unis, nuageux au Canada** : L'économie américaine s'est révélée plus résiliente que prévu. Au nord, toutefois, ce fut une autre histoire. L'économie canadienne a enregistré une baisse de 0,2 % sur 12 mois de son PIB au deuxième trimestre, ce qui a été bien pire que prévu. Les taux d'intérêt élevés ont commencé à peser sur la consommation et le secteur de l'habitation au Canada. • **Attention au tonnerre et aux éclairs** : Les tensions géopolitiques se sont accrues, la guerre au Moyen-Orient ayant causé des pertes tragiques de vies humaines. Le fossé entre la Chine et les États-Unis s'est creusé au troisième trimestre, chaque partie rassemblant les appuis de leurs alliés existants et de leurs nouveaux alliés. En août, les dirigeants du Japon, de la Corée et des États-Unis se sont réunis à Camp David pour annoncer un nouveau partenariat trilatéral. À l'autre bout du monde, les dirigeants des BRICS se sont aussi réunis à peu près au même moment. Deux points importants à retenir : premièrement, le bloc invite six autres pays à se joindre au groupe, soit l'Arabie saoudite, l'Iran, les Émirats arabes unis, l'Argentine, l'Égypte et l'Éthiopie; deuxièmement, certains dirigeants des BRICS ont exprimé le désir de créer une monnaie à l'échelle du bloc afin de dédollariser l'économie mondiale.

■ **Économie** | Nous devons répondre à deux questions ce trimestre : 1) Comment un taux d'intérêt qui est censé être ancré dans les concepts à long terme que sont les fondamentaux et les dynamiques de l'économie peut-il changer autant? Et 2) cette conception mènera-t-elle à un taux neutre plus élevé? • **Un changement de paradigme pour le taux neutre (r\*)**. Ces 30 dernières années, plusieurs grandes forces ont poussé les analystes à réduire leurs estimations du taux neutre. Toutes ces théories et observations allaient dans le même sens : trop d'argent poursuivait trop peu d'actifs, ce qui a fait baisser les taux d'intérêt partout dans le monde. La question de savoir si ces conditions existent encore aujourd'hui se pose. Selon nous, le taux neutre devrait être légèrement plus élevé que ce qu'il a été au cours de la dernière décennie. La résilience de l'économie américaine donne certains signes à cet égard. Il est encore tôt, mais nous pensons qu'une hausse d'environ 25 pdb (peut-être même de 50 pdb) est raisonnablement envisageable. • **L'économie canadienne ralentit, mais l'inflation s'obstine**. Les mêmes forces qui influencent le r\* aux États-Unis sont à l'œuvre au Canada, à une grande exception près. Le fort endettement des ménages canadiens expose le pays à un cycle de désendettement prolongé, ce qui a généralement pour effet d'abaisser le niveau auquel les taux d'intérêt se stabilisent.

■ **Titres à revenu fixe** | Nous sommes d'avis que les perspectives de placement et la confiance à l'égard des obligations demeurent robustes. Les taux ont renoué avec des niveaux inégalés depuis le début des années 2000 et le marché obligataire est bien positionné pour procurer des rendements intéressants au cours des prochaines années grâce aux taux tout simplement. Les investisseurs peuvent obtenir des taux attrayants dans presque tous les segments du marché des titres à revenu fixe. Il serait fabuleux qu'une baisse de taux assortie de prix plus élevés permette aux gains en capital de stimuler le rendement global, mais même sans cela, les titres à revenu fixe devraient bien se comporter aux taux actuels. Toutefois, comme en témoignent les résultats du troisième trimestre, les rendements peuvent être volatils à court terme, mais ils s'accumuleront pour les titres assortis d'un horizon à long terme. • **Nous surpondérerons légèrement les placements à revenu fixe en général** ainsi que les obligations d'État canadiennes. Les obligations d'État canadiennes et américaines sont plus attrayantes en raison des taux actuels et offrent des occasions de production de revenu et une protection contre les baisses. Même si l'année a de nouveau été difficile pour les investisseurs en obligations, par le passé, des taux de départ plus élevés ont été associés à un rendement global supérieur.

Nous nous attendons à ce que la volatilité du ratio prix/taux s'atténue au cours des prochains trimestres, à mesure que le cycle de hausse des taux se rapproche de la fin et que le cadrage prospectif des banques centrales et l'ampleur du ralentissement économique deviendront plus clairs. • **Nous conservons une position neutre à l'égard des titres de créance de qualité investissement.** Nous nous attendons à ce que les conditions économiques difficiles pèsent sur les obligations de sociétés, mais pas dans la même mesure que lors de récessions antérieures. Nous préférons mettre l'accent sur les titres de créance de grande qualité, ceux de sociétés qui affichent un bilan solide. Nous pensons que les facteurs techniques demeureront favorables et que la situation avantageuse des taux atténuera les pertes découlant de la volatilité des prix. • **Nous continuons de sous-pondérer légèrement les obligations à rendement élevé.** La qualité du segment des obligations à rendement élevé a connu une amélioration dans son ensemble. Cette embellie devrait empêcher les écarts de revenir aux niveaux de récession antérieurs, mais les écarts s'élargiront si les perspectives de croissance se détériorent.

■ **Actions** | L'indice composé S&P/TSX se négocie maintenant à 12,4 fois, ce qui est inférieur à la médiane de 15,1 des 10 dernières années. Nous sommes d'avis que l'escompte reflète le fait que le plein effet de la hausse des taux sur le consommateur ne s'est pas encore fait sentir au Canada. Par ailleurs, environ les deux tiers des gains enregistrés par l'indice S&P 500 cette année sont attribuables à sept sociétés. Après une forte remontée des secteurs cycliques et de croissance, les évaluations des secteurs défensifs deviennent plus intéressantes, tandis que celles des secteurs des technologies de l'information et de la consommation discrétionnaire se font moins attrayantes. Les biens de consommation de base et les services publics, par exemple, qui figuraient parmi les plus chers au début de l'année, constituent maintenant une aubaine relative. L'énergie et les matériaux sont toujours vus d'un œil favorable, tandis que les services financiers et les produits industriels semblent plus attrayants par rapport à l'indice de référence général. • **Énergie : Le marché serré supporte le prix du pétrole à plus de 80 \$.** La décision de l'OPEP et de ses alliés de poursuivre la limitation de l'offre a rehaussé les perspectives quant aux marges d'exploitation, ce qui devrait continuer de soutenir les évaluations. Nous restons prudemment optimistes à l'égard des prix de l'énergie. • **Services publics : Sous la pression des taux élevés.** Compte tenu de la hausse des coûts d'emprunt, le facteur d'endettement élevé des exploitants de services publics pourrait entraver la croissance des bénéficiaires dans le secteur. • **Consommation discrétionnaire : La prudence des consommateurs est de mauvais augure.** Les évaluations dans le secteur de la consommation discrétionnaire demeurent élevées, l'indice privilégiant fortement Amazon (30 % du secteur) et Tesla (17 %). Nous continuons de sous-pondérer le secteur. • **Marchés internationaux et émergents :** Les perspectives de croissance des économies européennes sont sombres. En Allemagne, l'indice composé des directeurs d'achats est en contraction depuis juillet. En revanche, les perspectives des actions japonaises sont plus optimistes. Les perspectives à court terme des actions des marchés émergents sont incertaines. L'amélioration des possibilités de croissance devrait stimuler la croissance des bénéficiaires, mais l'activité économique globale des marchés développés et des devises joue un rôle important et pourrait poser des défis à court terme pour les marchés émergents.

■ **Placements alternatifs** | **Immobilier :** Les évaluations ont continué de se normaliser, à l'heure où les taux d'intérêt à long terme montent en réponse aux données sur l'inflation qui persiste et au ton de plus en plus ferme de la Fed. Les conclusions de marchés demeurent amorphes. • **Immeubles de bureaux et industriels :** Le taux d'inoccupation des immeubles de bureaux à l'échelle nationale a augmenté de 10 points de base, à 18,2 %. Le segment des immeubles industriels se dirige vers un équilibre, alors que les taux d'inoccupation sont en remontée par rapport à leurs creux historiques. Nous nous attendons à ce que la hausse des taux d'inoccupation et des loyers rééquilibre le marché à mesure que l'offre augmentera. • **Infrastructures :** Le secteur des infrastructures a inscrit un rendement de 2 % au deuxième trimestre, ce qui porte son rendement cumulé annuel à 3,8 %. Les conclusions de transactions continuent de tourner autour de l'Europe, des États-Unis et du secteur de l'énergie. • **Titres de créance privés :** Après le pic des prêts en janvier 2023, les banques ont pratiquement freiné la croissance des nouveaux prêts devant les perspectives économiques incertaines et les contrôles réglementaires. Cette conjoncture crée plus d'occasions pour les gestionnaires de crédit privé de combler le vide, car les emprunteurs demeurent résilients.

■ **Monnaies** | L'automne a apporté son lot d'inquiétudes quant aux perspectives de la Chine, au resserrement marqué des conditions financières et à la pentification baissière prononcée et imprévue de la courbe des taux aux États-Unis. • **\$ US :** Nous prévoyons toujours une dépréciation du dollar américain à moyen terme. Le reste du monde devrait se stabiliser en 2024, avec le soutien de la Chine, tandis que les États-Unis pourraient connaître un ralentissement à l'aube de 2024. • **\$ CA :** Nous sommes d'avis que la Banque du Canada gardera le cap. Le principal enjeu résidera dans la façon dont la Banque tentera de concilier la révision à la baisse importante de ses perspectives de croissance et les signes d'une inflation plus persistante. Nous nous attendons à ce que la Banque maintienne un ton ferme.

■ **Produits de base** | Les trois principales économies mondiales suivent leur propre voie, alors que la récession manufacturière continue d'accabler l'UE. Les États-Unis demeurent la plus forte économie sur presque tous les fronts. • **Métaux :** La demande de métaux est soutenue par les achèvements de constructions résidentielles en Chine. Toutefois, cette source de demande devrait diminuer en raison des problèmes immobiliers plus structurels de la Chine. • **Pétrole :** La demande en Chine a continué de se redresser pendant l'été, fracassant un nouveau record, les voyages ayant renoué avec les niveaux d'avant la pandémie. • **Agriculture :** Les données font état des défis nationaux plus importants auxquels est confrontée la Chine, étant donné que la consommation de protéines a atteint un sommet il y a quelques années et a commencé à diminuer depuis. • **Géopolitique :** La géopolitique constitue un autre facteur favorable pour les produits de base, car le risque de perturbations importantes de l'offre augmente parallèlement aux tensions.

# Il n'y a pas de « nous »

Brad Simpson, stratège en chef | Gestion de patrimoine TD

Après avoir consacré près de 30 ans à vanter les vertus du libre-échange, de l'interdépendance et de la prolifération des idéaux démocrates, les dirigeants mondiaux poussent de plus en plus leur pays vers le protectionnisme et le régionalisme antagoniste, créant ainsi un monde où il est question de nous et d'eux.

Espérons que la figure 1, qui illustre l'état actuel du commerce mondial, laisse entrevoir une tendance cyclique et non une tendance à long terme, ce que je crains tout de même.

Dans ce numéro de *Stratégie de portefeuille trimestrielle*, je chercherai à définir les conditions actuelles et à donner un aperçu des prochains mois. Je décrirai aussi comment nous pensons que ces conditions évolueront et comment nous prendrons des décisions pour assurer la croissance et la protection du capital investi. Commençons par la question la plus difficile.

## Que signifie la guerre entre Israël et le Hamas pour les marchés financiers?

Le retour tragique de la guerre au Moyen-Orient souligne la tendance à la hausse des risques géopolitiques.

Bien qu'il s'agisse d'une tâche difficile, notre responsabilité professionnelle est de reconnaître le coût humain indescriptible de la guerre, puis de le définir en fonction de son impact sur les marchés financiers. Pour ce faire, nous devons d'abord tenir compte de la trajectoire des prix du pétrole et de ses répercussions potentielles sur l'inflation et les taux d'intérêt, qui sont les deux plus importants facteurs de l'économie à l'heure actuelle.

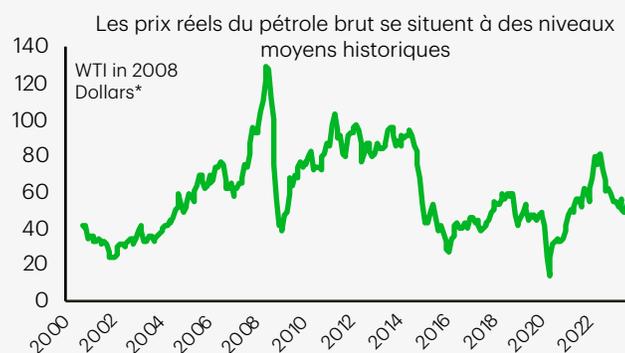
Les prix du pétrole ont réagi modérément à la crise, ce qui montre à quel point le monde a changé depuis la guerre du Kippour en 1973.

À l'époque, les États-Unis dépendaient fortement des importations de pétrole pour répondre à la demande. Au cours des 15 dernières années toutefois, les importations américaines de pétrole ont chuté et la production nationale a augmenté, grâce à la révolution américaine du gaz de schiste. Bref, la sécurité énergétique des États-Unis est moins sensible à la volatilité géopolitique au Moyen-Orient qu'elle ne l'a déjà été.

Cela dit, l'impact de l'instabilité régionale sur les prix du pétrole reste à voir.

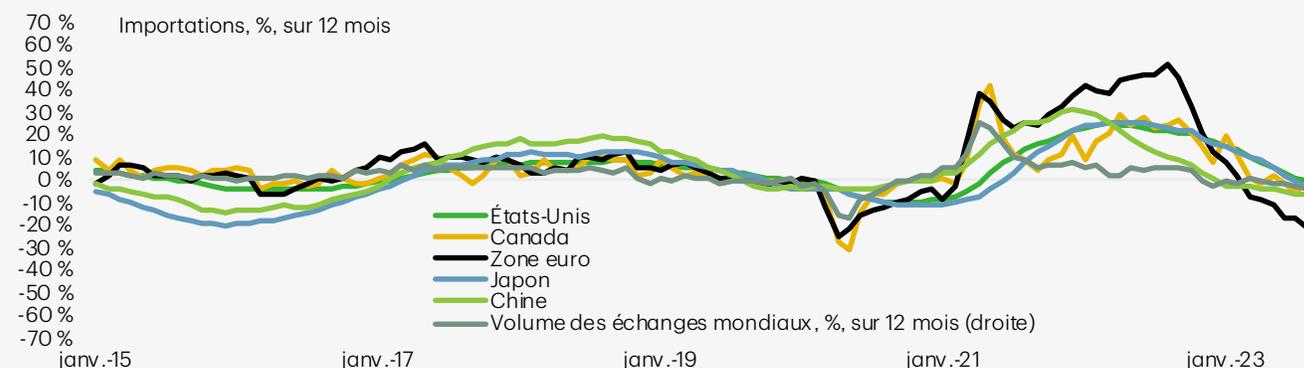
Entre-temps, les prix actuels sont loin d'être aussi alarmants. La figure 2 montre qu'en tenant compte de l'inflation, les prix actuels sont d'environ 50 % inférieurs à leur sommet de 2008 et d'environ 20 % inférieurs au prix réel moyen de 2011 à 2015. Cela donne à penser que l'économie mondiale est mieux placée pour tolérer un prix du pétrole brut de 100 \$ US que lors de flambées antérieures.

Figure 2 : Une moins grande dépendance au pétrole à l'échelle mondiale que par le passé



\* Les prix du pétrole sont ajustés en fonction de l'inflation des prix à la consommation aux États-Unis en utilisant janvier 2008 comme base de référence. Source : Services économiques TD, en date du 1er octobre 2023.

Figure 1 : Le déclin du commerce mondial est-il une tendance cyclique ou à long terme?



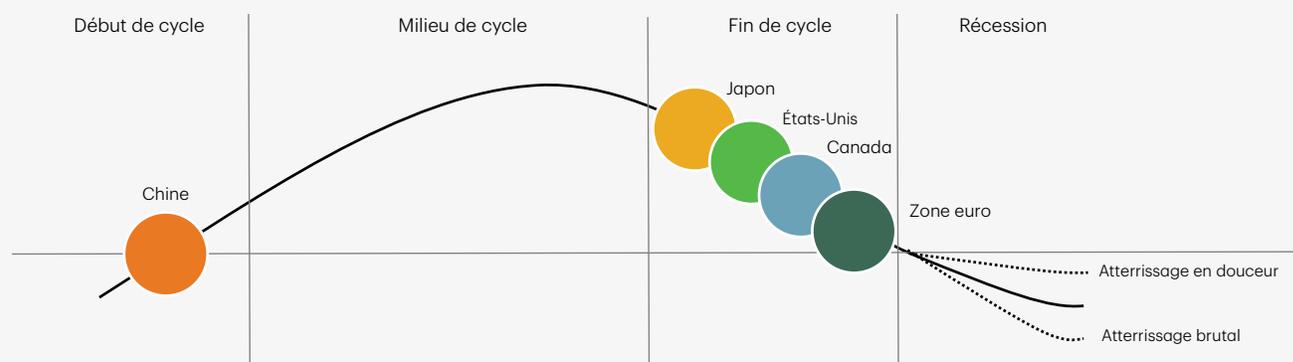
Source : FactSet et Bureau des placements, Gestion de patrimoine, au 30 septembre 2023.

## Où en sommes-nous dans le cycle économique?

Par souci de clarté, il n'y a pas de « nous » dans un monde qui se démondialise sous nos yeux. Le rythme différent de la reprise économique de chaque nation dans la foulée de la pandémie et les différentes mesures de politique adoptées en réaction à la résurgence de l'inflation font en sorte que les économies en sont aujourd'hui à différentes étapes du cycle économique.

La figure 3 est une illustration stylisée d'un cycle économique qui montre l'état actuel des économies de l'Europe, du Japon, des États-Unis, du Canada et de la Chine, selon un centile composé de divers indicateurs économiques que nous avons suivis dans la figure 4. De toute évidence, chaque région est confrontée à une réalité différente.

Figure 3 : Les économies en sont à différentes étapes du cycle



Source : Bureau des placements, Gestion de patrimoine, au 19 octobre 2023

Figure 4 : Désynchronisation des indicateurs économiques

		sept.-22	oct.-22	nov.-22	déc.-22	janv.-23	févr.-23	mars-23	avr.-23	mai-23	juin-23	juil.-23	août-23	sept.-23	Var sur 1 an
États-Unis	Indice PMI du secteur manufacturier	0.315	0.247	0.186	0.15	0.114	0.129	0.086	0.107	0.103	0.075	0.1	0.121	0.185	↓ -0.1
	Indice des directeurs d'achats autres que du secteur manufacturier	0.562	0.39	0.508	0.082	0.44	0.433	0.15	0.172	0.129	0.336	0.225	0.39	0.303	↓ -0.3
	Production industrielle, %, sur 12 mois	0.928	0.749	0.48	0.344	0.419	0.358	0.318	0.326	0.304	0.29	0.297	0.318	0.317	↓ -0.6
	Ventes au détail, %, sur 12 mois	0.946	0.928	0.749	0.738	0.867	0.67	0.164	0.082	0.154	0.093	0.222	0.2	0.2	↓ -0.7
	Taux de chômage	0.993	0.922	0.965	0.993	1	0.965	0.993	1	0.922	0.965	0.993	0.897	0.897	↓ -0.1
	Job Vacancies	0.948	0.937	0.944	0.97	0.941	0.922	0.915	0.933	0.911	0.9	0.897	0.908	0.904	↓ -0
Canada	Postes vacants, %, sur 12 mois	0.338	0.207	0.273	0.257	0.203	0.146	0.111	0.165	0.13	0.126	0.096	0.246	0.168	↓ -0.2
	Indice PMI du secteur manufacturier	0.263	0.105	0.21	0.184	0.315	0.342	0.052	0.289	0.157	0.105	0.21	0.026	0	↓ -0.3
	Indice de l'humeur économique	0.065	0.028	0.014	0.036	0.043	0.05	0.086	0.101	0.188	0.202	0.159	0.173	0.122	↑ 0.06
	Industrial Production, %/y	0.647	0.197	0.562	0.418	0.701	0.612	0.426	0.705	0.554	0.732	0.6	0.6	0.598	↓ -0
	Production industrielle, %, sur 12 mois	0.93	0.215	0.43	0.235	0.735	0.26	0.097	0.325	0.715	0.186	0.8	0.439	0.368	↓ -0.6
	Ventes au détail, %, sur 12 mois	0.792	0.741	0.551	0.684	0.566	0.354	0.154	0.222	0.071	0.053	0.132	0.132	0.132	↓ -0.7
Europe	Taux de chômage	0.979	0.979	0.979	0.99	0.99	0.99	1	1	1	0.957	0.957	0.957	0.957	↓ -0
	Job Vacancies	0.95	0.91	0.87	0.75	0.8	0.74	0.81	0.83	0.76	0.78	0.74	0.74	0.732	↓ -0.2
	Postes vacants, %, sur 12 mois	0.318	0.272	0.238	0.079	0.17	0.125	0.068	0.045	0	0.034	0	0.011	0.011	↓ -0.3
	Indice PMI du secteur manufacturier	0.263	0.131	0.157	0.236	0.315	0.289	0.184	0.105	0.078	0.026	0	0.052	0.025	↓ -0.2
	Indice des directeurs d'achats autres que du secteur manufacturier	0.282	0.256	0.23	0.333	0.435	0.564	0.692	0.871	0.717	0.538	0.461	0.153	0.275	↓ -0
	Production industrielle, %, sur 12 mois	0.917	0.835	0.756	0.154	0.422	0.544	0.2	0.333	0.136	0.229	0.143	0.143	0.142	↓ -0.8
Japon	Ventes au détail, %, sur 12 mois	0.311	0.057	0.06	0.039	0.136	0.075	0.021	0.039	0.075	0.204	0.189	0.096	0.096	↓ -0.2
	Taux de chômage	0.99	0.99	0.99	0.957	0.957	0.957	0.968	0.968	0.968	1	1	1	1	↑ 0.01
	Taux de postes vacants	0.651	0.651	0.651	0.651	0.651	0.651	0.651	0.651	0.651	0.651	0.651	0.651	0.648	↓ -0
	Indice PMI du secteur manufacturier	0.5	0.473	0.21	0.157	0.157	0.078	0.263	0.289	0.447	0.368	0.315	0.315	0.128	↓ -0.4
	Indice des directeurs d'achats autres que du secteur manufacturier	0.692	0.794	0.538	0.641	0.717	0.846	0.948	0.974	1	0.846	0.82	0.923	0.8	↑ 0.11
	Production industrielle, %, sur 12 mois	0.946	0.741	0.347	0.365	0.197	0.297	0.347	0.448	0.652	0.433	0.243	0.197	0.196	↓ -0.8
Chine	Ventes au détail, %, sur 12 mois	0.967	0.91	0.842	0.82	0.67	0.82	0.677	0.569	0.677	0.483	0.584	0.612	0.61	↓ -0.4
	Taux de chômage	0.842	0.887	0.959	0.993	0.959	0.921	0.804	0.842	0.842	0.887	0.887	0.846	0.846	↑ 0
	Ratio emplois-demandeurs	0.802	0.817	0.824	0.835	0.824	0.817	0.802	0.802	0.788	0.781	0.77	0.77	0.767	↓ -0
	Indice PMI du secteur manufacturier	0.026	0.157	0.263	0.105	0.157	0.763	0.368	0.289	0.578	0.5	0.157	0.657	0.512	↑ 0.49
	Indice des directeurs d'achats autres que du secteur manufacturier	0.179	0.153	0.076	0.128	0.384	0.692	0.948	0.871	0.923	0.487	0.538	0.307	0.2	↑ 0.02
	Production industrielle, %, sur 12 mois	0.283	0.107	0.021	0.01	0.01	0.01	0.057	0.132	0.035	0.078	0.043	0.089	0.089	↓ -0.2
Zone euro	Ventes au détail, %, sur 12 mois	0.06	0.043	0.014	0.025	0.025	0.025	0.422	0.91	0.594	0.075	0.06	0.1	0.1	↑ 0.04
	Taux de chômage	0.198	0.198	0.099	0.198	0.198	0.121	0.352	0.55	0.55	0.55	0.341	0.55	0.555	↑ 0.06

Source : FactSet et Bureau des placements, Gestion de patrimoine, au 30 septembre 2023.

**Chine** : La deuxième plus grande économie mondiale est toujours en mode reprise. Les secteurs manufacturier et non manufacturier se redressent, tout comme les ventes au détail, bien que le rythme de la reprise demeure faible. La manière dont la confiance des consommateurs et des entreprises évoluera au cours des prochains mois sera un facteur déterminant quant à savoir si l'économie se stabilisera ou si un scénario baissier se concrétisera.

**Japon** : La croissance ralentit, mais le cycle économique du Japon demeure proche de son sommet, soutenu par la politique monétaire extrêmement expansionniste de la Banque du Japon. Toutefois, les conditions financières au Japon commencent à changer, alors que la Banque du Japon a indiqué son intention de renoncer à sa politique interventionniste de « contrôle de la courbe des taux » (qui consiste à maintenir les taux à long terme sous 1 %) et de mettre fin, d'ici avril 2024, à sa politique de taux d'intérêt négatifs à court terme.

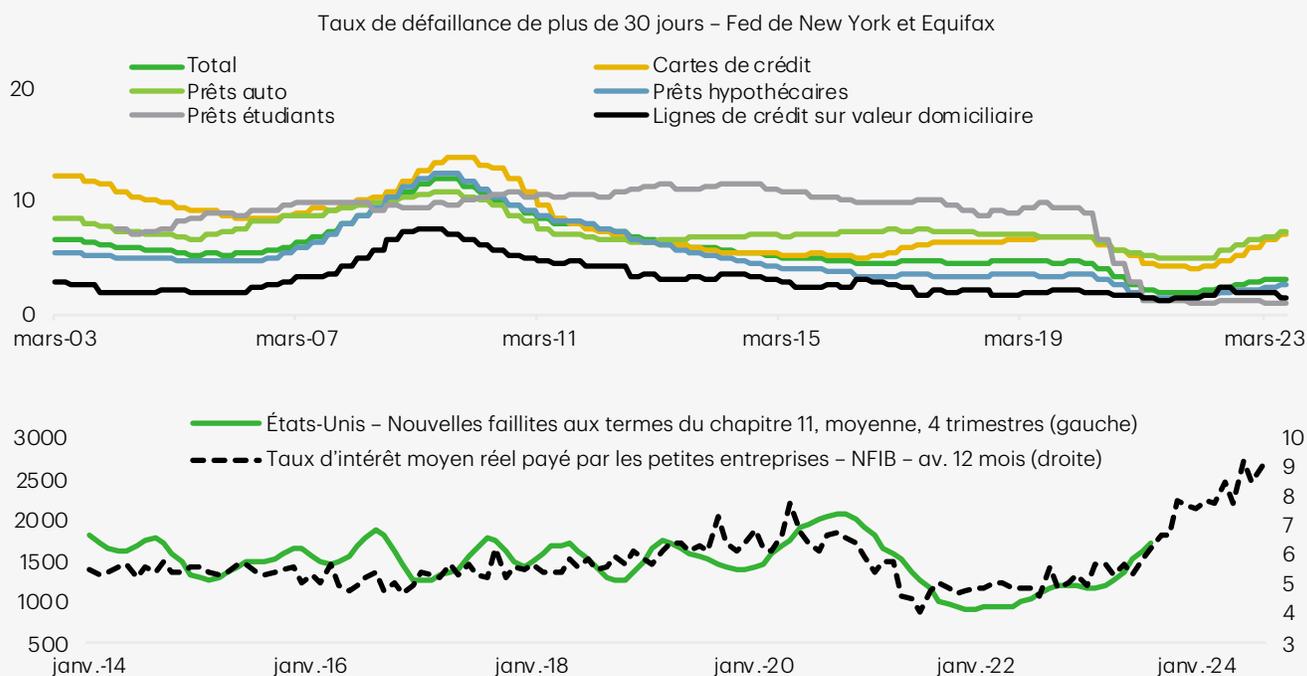
**Europe** : Le troisième trimestre a démontré encore plus clairement que les dix hausses de taux d'intérêt de la Banque centrale européenne (BCE) ont l'effet souhaité : l'inflation diminue et les économies ralentissent. C'est la bonne nouvelle. La mauvaise nouvelle, c'est que l'économie européenne commence à fortement ralentir et que les indices des directeurs d'achats du secteur manufacturier et du secteur des services se contractent. La situation actuelle en Allemagne, moteur de l'Europe, est particulièrement préoccupante.

La guerre entre la Russie et l'Ukraine, la lente reprise en Chine, les coûts de l'énergie et l'inflation ont miné la confiance des entreprises et des consommateurs allemands.

**Canada** : Après avoir commencé l'année en force, l'économie canadienne s'est repliée au deuxième trimestre. Il est vrai qu'il ne s'agissait que d'une légère contraction (taux annualisé de -0,2 %) provoquée par une série de facteurs exceptionnels (grèves et feux de forêt), mais ce repli marque probablement le début d'une période prolongée de croissance anémique. La croissance du PIB réel devrait ralentir, passant d'un modeste taux de 1,2 % cette année à seulement 0,7 % l'an prochain. Le chômage a aussi augmenté plus rapidement que nous l'avions prévu au trimestre dernier, et la poursuite de cette tendance pèsera sur la confiance des consommateurs et sur les dépenses. De plus, les ménages canadiens sont beaucoup plus endettés qu'aux États-Unis.

**États-Unis** : La remontée des taux vers leurs sommets d'octobre 2022 a déconcerté de nombreux stratèges et investisseurs. L'inflation est tombée à environ 3,7 %, contre 8,3 % l'an dernier. La principale raison de la hausse des taux à long terme est le regain d'optimisme à l'égard de la croissance économique aux États-Unis, le consensus prenant maintenant en compte une faible probabilité de récession au cours des 12 prochains mois. Ni les marchés boursiers ni les marchés obligataires américains ne tablent sur une récession, un revirement considérable par rapport au

Figure 5 : Les conditions de crédit commencent-elles à se resserrer?



Source : FactSet et Bureau des placements, Gestion de patrimoine, au 30 septembre 2023.

début de l'année. En effet, les principaux indices des directeurs d'achats, en particulier ceux du secteur manufacturier, ont commencé à remonter. Les sociétés cycliques commencent maintenant à surpasser les sociétés défensives, car les nouvelles commandes de l'indice ISM affichent aussi un début de reprise. La faiblesse quasi record du taux de chômage, la baisse des demandes initiales de prestations d'assurance-chômage et la forte croissance des salaires laissent entrevoir un marché du travail résilient. La politique budgétaire et les consommateurs américains demeurent en territoire sain.

Bien sûr, il y a encore des obstacles aux États-Unis, comme la possibilité d'une paralysie du gouvernement en novembre, des conflits de travail et la myriade de crises géopolitiques abordés ci-dessus. Il y a aussi le consommateur américain, un acteur crucial dont la capacité et la volonté de dépenser sont mises à l'épreuve par de nombreux obstacles. L'épuisement de l'épargne excédentaire et la reprise des versements des prêts étudiants pourraient ralentir les dépenses discrétionnaires. De plus, les consommateurs et les entreprises aux États-Unis voient leurs taux de défaillance augmenter avec la hausse des coûts d'emprunt (figure 5).

Le resserrement du marché de l'emploi demeure une source d'inquiétude pour la Fed, mais certains signes indiquent que le marché commence à s'assouplir, les offres d'emploi et l'embauche continuant de fléchir.

Je répète qu'il n'y a pas de « nous » dans le cycle économique actuel. Bien que je me méfie des allusions à des facteurs exceptionnels aux États-Unis, en ce qui concerne les occasions ou la sécurité des rendements, les États-Unis recèlent les meilleures occasions. L'économie américaine, qui s'est particulièrement bien comportée cette année, devrait enregistrer une croissance de 2,3 % en 2023. Même si ce taux reculait à 1,3 % en 2024, beaucoup de choses peuvent se produire d'ici là, comme nous l'avons vu cette année. Dans cette optique, nous avons réduit notre

pondération de la trésorerie et des équivalents de trésorerie et sommes passés d'une sous-pondération à une pondération neutre des actions, assortie d'une surpondération des actions américaines.

Pour ce qui est de l'inflation, il n'y a pas qu'une réponse valable, car, encore une fois, il n'y a pas de « nous ». Au Canada, aux États-Unis et en Europe, la tendance est favorable, mais les progrès sur le plan de l'inflation de base (à l'exclusion de la volatilité des prix de l'énergie et des aliments) se sont révélés plus évasifs (figure 6). Au Canada, les données montrent de plus en plus que l'économie fléchit sous l'effet de la hausse des taux d'intérêt. C'est encore plus vrai pour l'Europe, qui dépasse à peine le seuil de la récession. Pour ce qui est de la Chine, la principale préoccupation est, justement, la déflation.

### Qu'est-ce que cette étape avancée du cycle signifie pour la stratégie de placement?

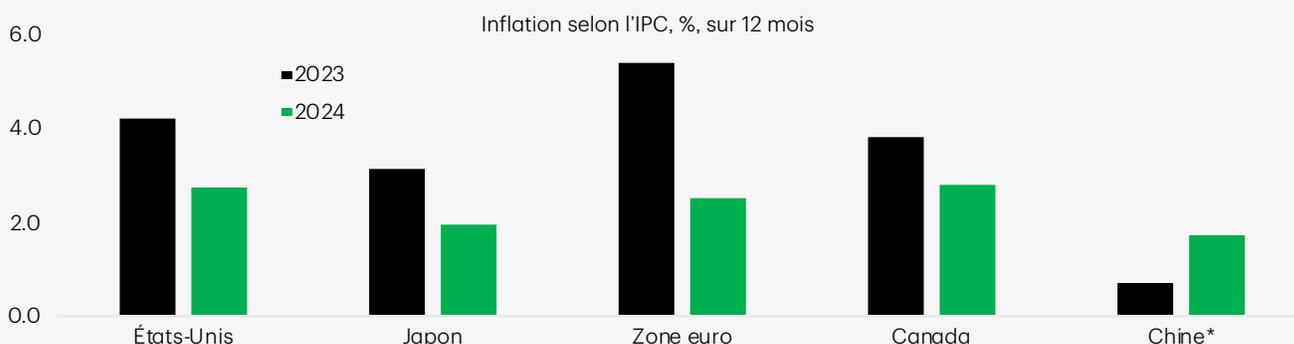
**Titres à revenu fixe :** Nous maintenons actuellement une légère surpondération.

Le marché obligataire offre maintenant aux investisseurs d'immobiliser des rendements à long terme inégalés en 16 ans.

Si, après 18 mois de déception à l'égard des rendements obligataires, cela vous semble trop optimiste, un fait s'impose néanmoins : le facteur le plus déterminant du rendement des titres à revenu fixe est le taux courant, qui varie actuellement de bon à excellent (figure 7). De plus, la figure 8 présente le rendement de l'univers des obligations américaines au cours des cinq derniers épisodes où le taux des fonds fédéraux a atteint un sommet. Historiquement, 12 mois après un taux sommet, les rendements ont été très intéressants pour les investisseurs boursiers.

**Actions :** Nous avons réduit la pondération de la trésorerie et des équivalents de trésorerie et sommes passés d'une sous-pondération à une pondération neutre des actions, assortie d'une surpondération des actions américaines.

Figure 6 : L'inflation persistante commence à se rapprocher de la cible



Source : FMI et Services économiques TD, septembre 2023. Remarque : L'IPC de la Chine est celui prévu par le FMI.

Environ les deux tiers de la hausse enregistrée par l'indice S&P 500 cette année sont attribuables à sept titres qui représentent environ 30 % de l'indice, les « Sept magnifiques ». Les 496 autres actions (car il y a 503 sociétés dans l'indice S&P 500) représentent les autres entreprises.

L'écart entre les évaluations les plus faibles et les plus élevées est considérable, l'indice S&P 500 pondéré en fonction de la capitalisation boursière affichant un ratio de 9, tandis que l'indice S&P 500 équipondéré présente un ratio de 16 (figure 9). De plus, l'indice S&P 500 équipondéré a historiquement inscrit des rendements supérieurs, en particulier lorsque les taux d'intérêt sont extrêmes, comme c'est le cas actuellement.

**Placements alternatifs :** Nous adoptons une position neutre à l'égard des actifs alternatifs.

Dans la composante immobilière, nous optons pour une sous-pondération maximale des titres canadiens et mondiaux. Je tiens toutefois à apporter une précision. Dans ce secteur, tout est une question de nuances. De nombreux investisseurs considèrent les tours de bureaux des grands centres urbains comme un fourre-tout pour l'immobilier, mais plusieurs autres secteurs sont aussi attrayants. Par exemple, le secteur de la logistique affiche des taux d'occupation de seulement 4 % aux États-Unis et une croissance des loyers nettement supérieure à l'inflation, grâce au commerce électronique et au rapatriement du secteur manufacturier.

Figure 7 : Les rendements futurs seront probablement alimentés par les taux actuels qui varient de bons à excellents

Périodes	1992 - 2002	2002 - 2012	2012 - 2022	2023 sept-
Rendement total	7,45%	5,29%	1,27%	?
	↑	↑	↑	↑
Taux de départ	6,76%	4,38%	1,75%	5,39%

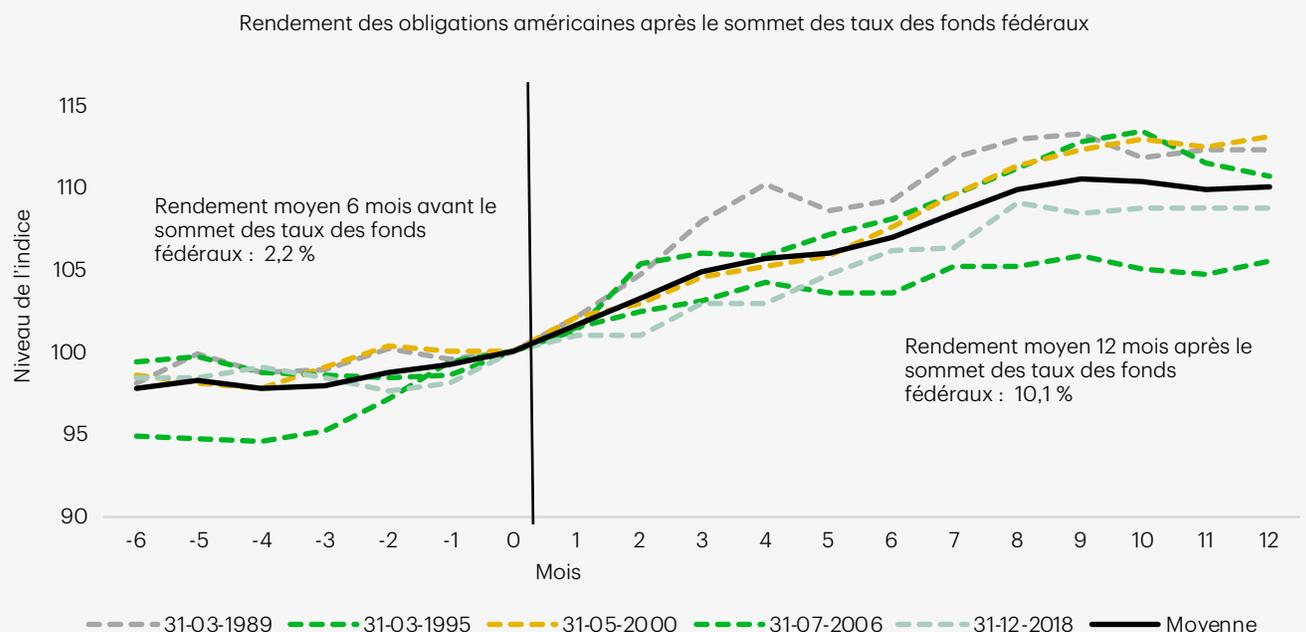
Source : FactSet, Bureau des placements, Gestion de patrimoine, au 30 septembre 2023. Remarque : Taux et rendements annualisés de l'indice Bloomberg U.S. Aggregate Bond.

### « Vous »

La décennie entre la crise financière mondiale et la Grande Récession a constitué la plus longue expansion économique de l'histoire américaine.

La volatilité était faible et les marchés boursiers enregistraient des rendements bons ou excellents, tout comme les marchés obligataires. Cela semble un souvenir lointain, maintenant. Les dirigeants politiques ne travaillent plus à favoriser la mondialisation de l'économie, et il est de plus en plus difficile de retrouver une impression d'unité sous la forme d'un « nous ».

Figure 8 : Les rendements des obligations un an après l'atteinte d'un sommet



Sources : FactSet, Bureau des placements, Gestion de patrimoine, au 30 septembre 2023.

Mais il y a un « vous ».

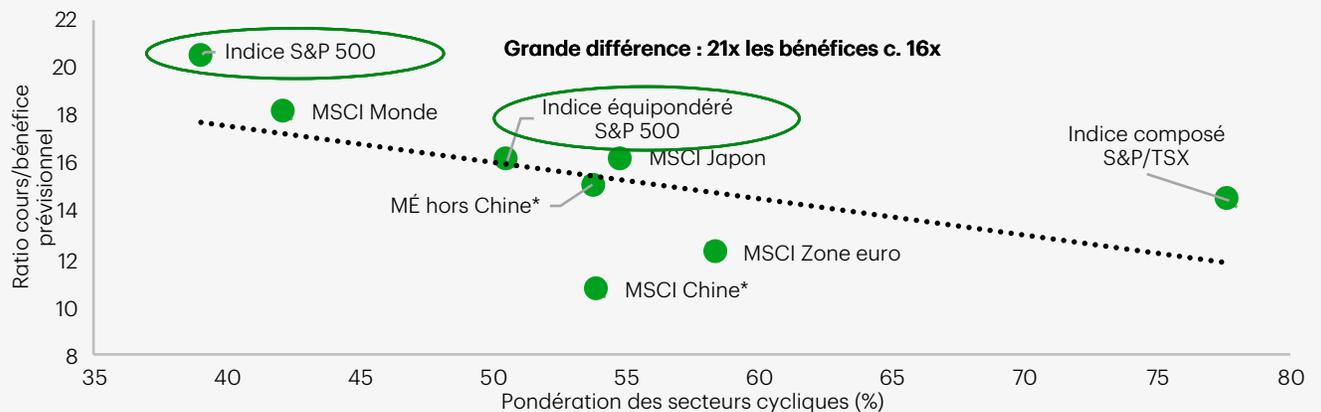
Les investisseurs individuels, comme vous, ont des traits de personnalité uniques et un plan financier axé sur leurs objectifs. Et si vous lisez ceci, vous avez probablement aussi un gestionnaire de patrimoine, une personne outillée pour avancer sur ce terrain difficile en s'inspirant des meilleurs analystes des placements institutionnels au pays, qui comprennent tous la situation.

Le moment est venu de procéder à des répartitions tactiques pour tirer parti des occasions que recèle la volatilité et les écarts de prix si évidents sur les marchés partout dans le monde. Cela dit, même si les placements tactiques sont sans aucun doute devenus plus importants, il ne faut pas oublier que nous travaillons sur le long terme. Nous sommes, d'abord et avant tout, des investisseurs stratégiques, et nos efforts reposent sur une faible confiance à court terme et une confiance élevée à long terme.

Nous continuons à nous efforcer d'améliorer la diversification en élaborant et en gérant des portefeuilles qui combinent ce que les catégories d'actif traditionnelles et alternatives ont de mieux à offrir. Pour ce faire, nous utilisons une vaste gamme de stratégies, qui englobent le rendement absolu lié aux titres à revenu fixe, le rendement absolu lié aux actions, le capital privé et les actifs réels. Nous maintenons également nos plans axés sur les objectifs qui accordent la priorité aux objectifs absolus des clients plutôt qu'aux rendements relatifs.

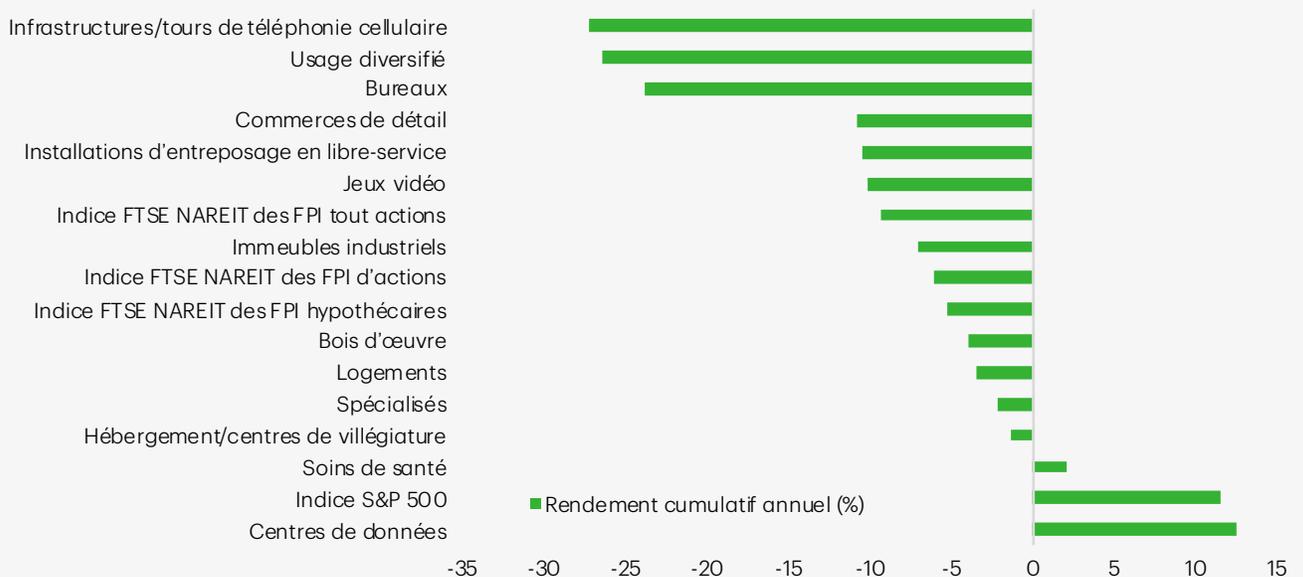
Peu importe ce qui se passe à court terme, un portefeuille bien construit est conçu pour composer à la fois avec des scénarios extrêmes et avec ceux qui semblent plus favorables. Cela dit, travaillons au « nous » en fonction des scénarios les plus positifs et espérons moins de scénarios extrêmes.

Figure 9 : L'indice S&P n'est pas cher, exclusion faite des sociétés à mégacapitalisation



Source : FactSet et Bureau des placements, Gestion de patrimoine, au 30 septembre 2023.

Figure 10 : Rendement des types de biens immobiliers (FPI américaines)



Sources : NAREIT, FactSet, Bureau des placements, Gestion de patrimoine, au 20 octobre 2023.

# Perspectives économiques

## La quête du taux R-Star

Beata Caranci, première vice-présidente et économiste en chef, James Orlando, CFA, directeur général et économiste principal; Services économiques TD

\*Le présent article est une version éditée d'un article des Services économiques TD. La version intégrale de l'article se trouve dans le plus récent numéro du rapport [Stratégie de portefeuille trimestrielle](#).

Depuis 18 mois, face à un élan économique surprenant et à une inflation tenace, les investisseurs ont vu la Fed réviser à la hausse plusieurs fois les prévisions concernant le niveau auquel elle devra relever les taux d'intérêt. Ils sont enfin assez élevés pour se situer en territoire restrictif, mais jusqu'à quel point? La question peut faire débat. Tout dépend du niveau auquel on évalue le taux neutre, ce qui varie en fonction des époques.

Dans ce rapport, nous nous demandons comment un taux d'intérêt normalement ancré dans les concepts à long terme des paramètres fondamentaux et de la dynamique économique peut afficher des variations d'une telle amplitude. Nous tentons également de déterminer si l'on est sur le point de basculer vers un mode de pensée axé sur un taux neutre plus élevé.

Il suffirait d'une très légère hausse du taux neutre pour conclure que le taux des fonds fédéraux actuel de 5,50 % n'est pas assez restrictif pour ramener durablement l'inflation à sa cible de 2 %.

### Un changement de paradigme pour le taux R-Star.

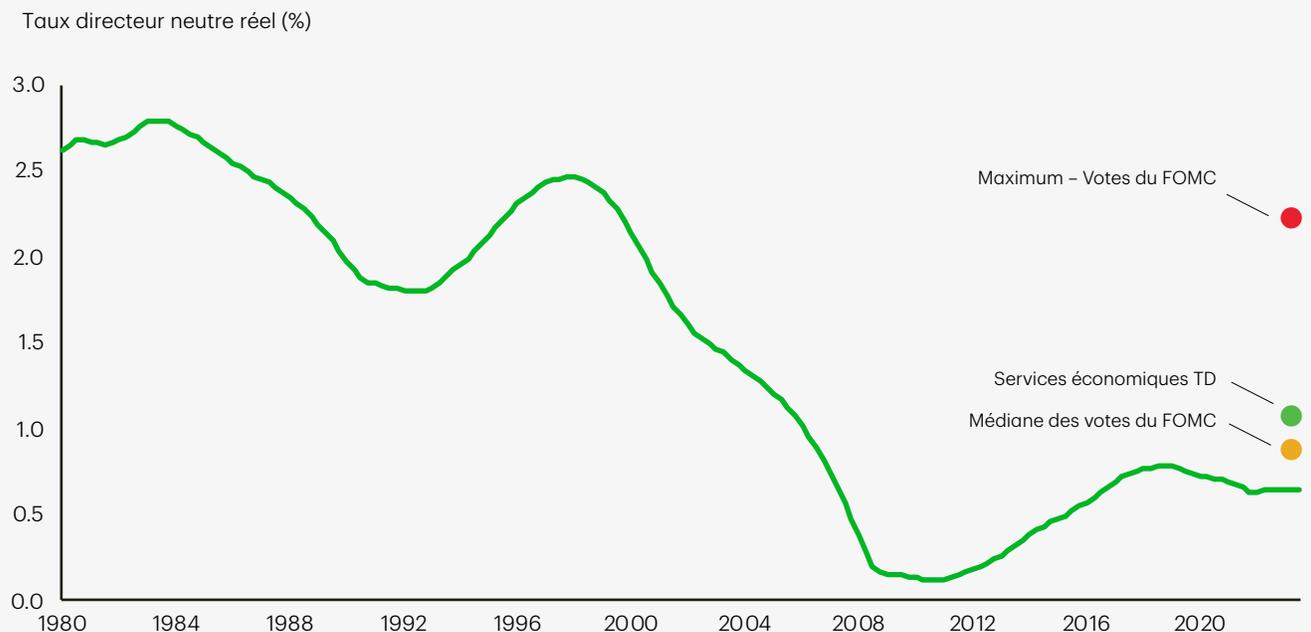
Le taux d'intérêt neutre (également appelé R-Star dans le jargon économique) désigne le taux directeur des fonds fédéraux qui, déduction faite de l'inflation,

n'a pas pour effet d'étouffer la croissance économique ni de l'accélérer. Ces 30 dernières années, plusieurs grandes forces ont poussé les analystes à réduire leurs estimations du taux neutre. Toutes les théories et observations allaient dans le même sens : un excès d'épargne pour trop peu d'actifs dans lesquels investir, d'où une baisse des taux d'intérêt à l'échelle mondiale. Et la tendance a semblé se vérifier entre 2001 et 2020, puisque l'inflation est restée proche de 2 % malgré un taux directeur moyen de seulement 1,5 %.

La question est maintenant de savoir dans quelle mesure ces facteurs restent pertinents dans le monde d'aujourd'hui. L'économie numérique (que l'on pourra bientôt appeler l'économie de l'IA) constitue le premier catalyseur du changement. Elle rejoint les politiques gouvernementales en faveur de l'énergie propre et de la sécurité des chaînes d'approvisionnement.

Deuxième catalyseur : la pandémie, qui a fait grimper en flèche la dette publique à l'échelle mondiale. De nombreux pays affichent désormais un niveau d'endettement plus élevé. Dans ce contexte, la concurrence pour financer la dette souveraine au moyen de l'épargne mondiale s'est accentuée.

Figure 2: L'évolution du taux R-Star



Source : Federal Open Market Committee, Holston-Laubach-Williams, Services économiques TD.

Troisième catalyseur : la Chine, qui contribue de moins en moins à la surabondance de l'épargne mondiale. Les pays avancés limitent activement leur exposition à la chaîne d'approvisionnement en Chine. Par ailleurs, le pays affiche un net ralentissement du fait du vieillissement de sa population, mais aussi en raison de forces économiques structurelles très puissantes qui sont à l'œuvre dans les secteurs des services financiers et de l'immobilier. On est loin de l'époque de la croissance économique à deux chiffres, lorsque l'entrée de la Chine dans l'Organisation mondiale du commerce avait entraîné une expansion rapide de la mondialisation.

**Collision en vue.** La collision de ces forces remet en question le niveau du taux R-Star. Malheureusement, personne ne sait ce que réserve l'avenir. Néanmoins, nous penchons en faveur d'un taux légèrement plus élevé qu'au cours de la dernière décennie. La résilience de l'économie américaine donne certains signes à cet égard. Bien sûr, cela ne répond pas à la question cruciale : jusqu'où le taux R-Star a-t-il grimpé? Il est encore tôt pour se prononcer, mais nous pensons qu'une hausse d'environ 25 points de base (voire de 50 points de base) entre dans le champ des possibilités raisonnables.

**L'économie canadienne ralentit, mais l'inflation reste obstinément élevée.** Les mêmes forces qui influencent le taux R-Star aux États-Unis sont à l'œuvre au Canada, mais il faut noter une distinction de taille sur le plan national. En effet, le fort endettement des ménages canadiens expose le pays à un cycle de désendettement prolongé, ce qui a généralement pour effet de réduire le niveau auquel les taux d'intérêt se stabilisent. Même si on en déduit que la Banque du Canada peut maintenir un taux directeur inférieur à celui de la Fed, la lutte contre l'inflation n'en est pas pour autant terminée. Les signes d'un assouplissement des pressions inflationnistes ne devraient pas être observés avant la première moitié de 2024. D'ici là, la Banque du Canada n'a pas d'autre choix que de continuer à communiquer sur un ton résolument ferme.

# Revue du trimestre

Alors qu'ils s'attendaient à des nuages gris, les investisseurs profitent du soleil

Fred Wang, gestionnaire de portefeuille principal, Répartition des actifs | Gestion de patrimoine TD

Au début de l'année, la plupart des stratégies et des économistes s'attendaient à ce que l'économie américaine, canadienne et mondiale soit déjà en récession à cette période de l'année. Cela ne s'est pas encore produit, du moins pas tout à fait. Cette nouvelle réalité économique a eu un effet d'entraînement sur les marchés mondiaux, les investisseurs ayant rajusté

leurs attentes, notamment à l'égard des taux d'intérêt, de l'inflation et de la croissance économique, ce qui a entraîné une faiblesse généralisée dans l'ensemble des catégories d'actif mondiales. Bien qu'il y ait eu quelques exceptions, notamment sur les marchés des produits de base, il y avait généralement peu de valeurs refuges au troisième trimestre.

Figure 1 : Rendement des catégories d'actif selon le contexte macroéconomique

		Cumul mensuel	Cumul trimestriel	Cumul annuel	1 an
Actions	États-Unis	-4,8 %	-3,3 %	13,1 %	21,6 %
	Canada	-3,3 %	-2,2 %	3,4 %	9,5 %
	EAO	-1,1 %	-1,3 %	10,7 %	20,3 %
	MÉ hors Chine	-2,6 %	-3,3 %	6,2 %	14,7 %
	Chine	-2,0 %	-2,9 %	-2,5 %	-0,5 %
	É.-U. – petite capitalisation	-5,9 %	-5,1 %	2,5 %	8,9 %
Obligations d'État	États-Unis	-2,2 %	-3,1 %	-1,5 %	-0,8 %
	Zone euro	-2,7 %	-2,5 %	-0,1 %	-2,2 %
	Japon	-0,8 %	-4,1 %	-0,5 %	-2,9 %
	Canada	-2,9 %	-4,4 %	-2,2 %	-2,4 %
	Titres de créance des MÉ	-2,8 %	-2,6 %	1,1 %	8,6 %
Obligations d'État indexées sur l'inflation	Monde	-2,4 %	-3,1 %	-1,5 %	-1,2 %
	États-Unis	-1,8 %	-2,6 %	-0,8 %	1,2 %
	Royaume-Uni	-3,5 %	-5,2 %	-8,0 %	-13,5 %
	Canada	-3,6 %	-7,4 %	-7,7 %	-5,1 %
Obligations de sociétés	Oblig. mond. de qual. invest.	-1,9 %	-1,6 %	1,5 %	4,6 %
	Oblig. mond. à rend. élevé	-1,1 %	0,5 %	5,5 %	12,2 %
	Prêts à effet de levier	1,0 %	3,5 %	10,2 %	13,1 %
Produits de base	Pétrole	8,6 %	28,5 %	13,1 %	14,2 %
	Gaz naturel	4,3 %	8,1 %	-22,5 %	-57,5 %
	Cuivre	-1,5 %	0,4 %	2,1 %	13,6 %
	Or	-4,7 %	-3,7 %	1,3 %	11,3 %
	Agriculture	-3,3 %	-4,3 %	-7,6 %	-8,9 %
	Métaux industriels	1,5 %	3,5 %	-5,2 %	7,6 %

Source : FactSet, au 30 septembre 2023. Remarque : Sauf indication contraire, tous les rendements sont en monnaie locale.

La plus grande variable pour les investisseurs au cours du dernier trimestre a été les perspectives à l'égard des taux d'intérêt, qui devraient rester élevés pendant plus longtemps.

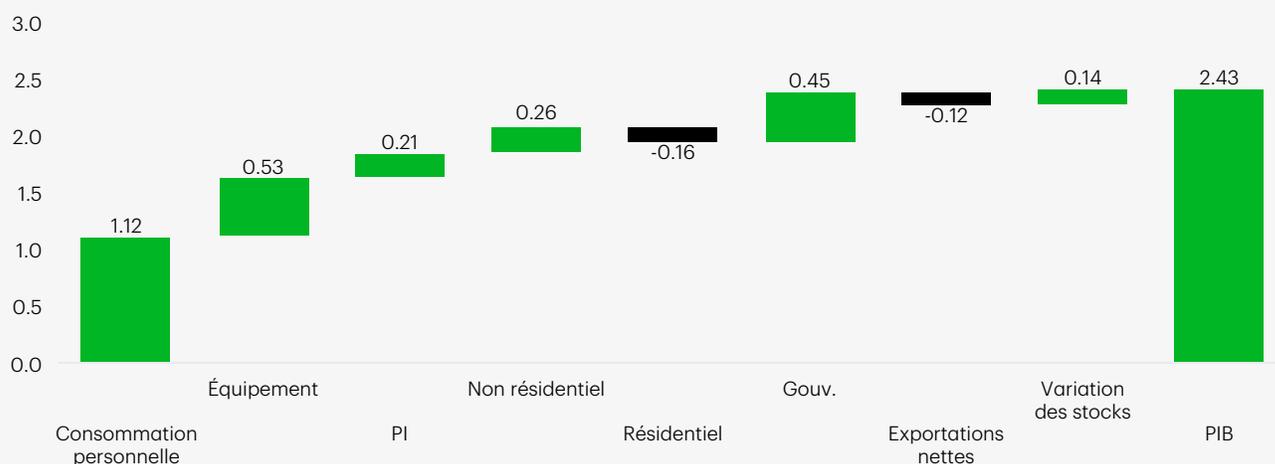
### Du soleil aux États-Unis et une apparition de nuages au Canada

L'économie américaine s'est révélée plus résiliente que prévu au début de l'année. Toutefois, même si le soleil brille toujours pour l'économie américaine (figure 2), le produit intérieur brut (PIB) du deuxième trimestre ayant augmenté de 2,4 % sur 12 mois, la situation a été différente au nord de la frontière (figure 3). L'économie canadienne a enregistré une baisse de 0,2 % sur 12 mois de son PIB au deuxième trimestre, ce qui a été bien pire que prévu. Le principal facteur ayant nuï au PIB du Canada au deuxième trimestre a été la hausse des taux d'intérêt, qui a commencé à peser sur la consommation et le secteur de l'habitation du pays.

En raison de la perspective de taux plus élevés pendant plus longtemps, les taux à long terme des obligations d'État ont commencé à augmenter (figure 4). Les taux des obligations d'État à 10 ans des principaux marchés développés ont montré une corrélation positive entre eux. Le taux d'inflation implicite est toutefois demeuré pratiquement inchangé, tandis que le taux réel a augmenté, ce qui a fait chuter les cours des obligations.

Ainsi, pour l'économie réelle, les taux d'intérêt resteront élevés plus longtemps, ce qui réduit la marge d'erreur pour les chocs endogènes et exogènes. Cependant, la réaction du marché est susceptible d'être une hausse de la volatilité, un resserrement des conditions financières et une réduction de la liquidité.

Figure 2 : La croissance du PIB des États-Unis au deuxième trimestre est demeurée robuste grâce notamment aux consommateurs



Source : FactSet, Bureau des placements, Gestion de patrimoine, au 30 juin, 2023

Figure 3 : La croissance du PIB du Canada a déçu, en raison de la faiblesse des dépenses de consommation et des investissements résidentiels



Source : FactSet, Bureau des placements, Gestion de patrimoine, au 30 juin, 2023

### Attention au tonnerre et aux éclairs

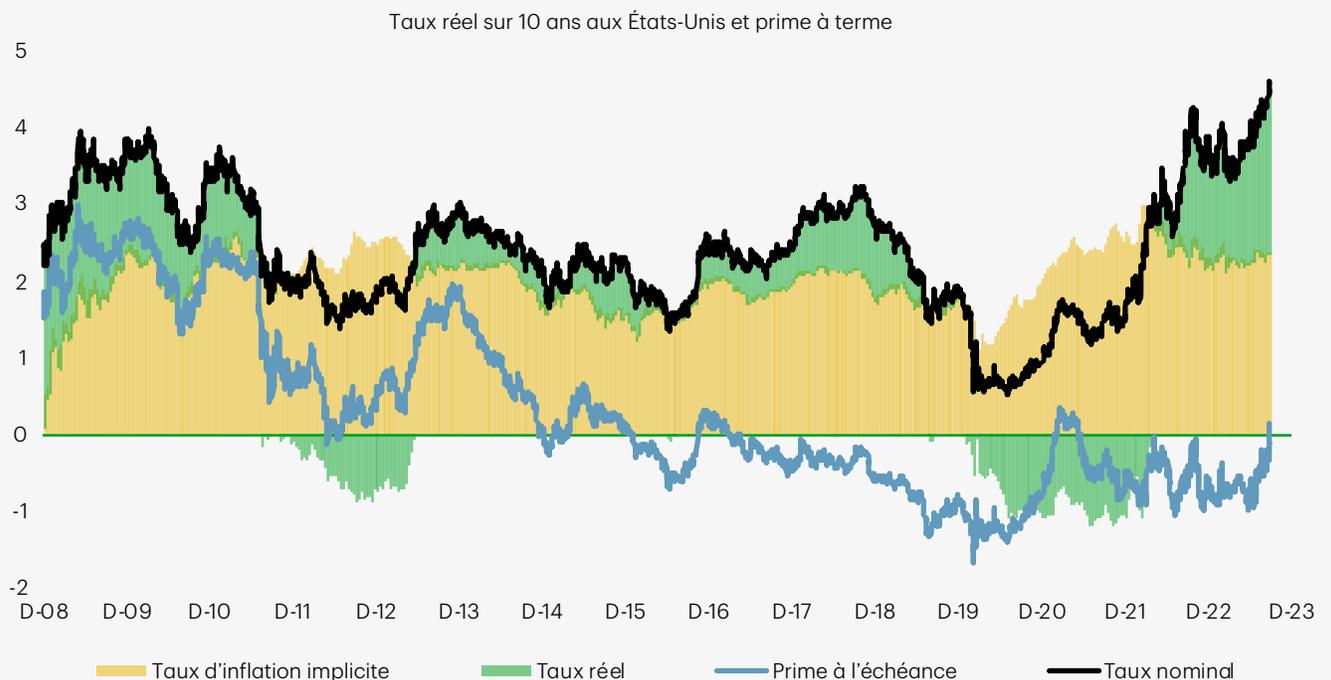
Bien qu'elles soient difficiles à prévoir et à intégrer dans les prévisions des marchés, les incertitudes géopolitiques demeurent un risque constant. Au moment d'écrire ces lignes, nous avons été témoins d'une montée des tensions géopolitiques au Moyen-Orient, qui a entraîné des pertes de vie tragiques. Nous transmettons nos pensées à toutes les personnes touchées par ces événements tragiques. En fin de compte, pour comprendre la dynamique des marchés, il faut tenir compte non seulement des paramètres fondamentaux et des politiques économiques, mais aussi du nuage d'activités qui évolue lentement, mais qui persiste à l'horizon. Le risque géopolitique est l'une de ces forces qui continuent de s'intensifier.

Le fossé entre la Chine et les États-Unis s'est creusé au troisième trimestre, chaque partie rassemblant les appuis de ses alliés existants et nouveaux. En août, des dirigeants du Japon, de la Corée et des États-Unis se sont réunis à Camp David pour annoncer un nouveau partenariat trilatéral. La déclaration commune faisait état d'une vaste collaboration en vue de développer les liens technologiques et économiques, de promouvoir les valeurs démocratiques et les droits de la personne, et d'assurer la sécurité régionale.

À l'autre bout du monde, les dirigeants des BRICS (Brésil, Russie, Inde, Chine et Afrique du Sud) se sont réunis à Johannesburg à peu près au même moment. Bien que ces cinq pays aient des objectifs très différents, l'intention de créer un ordre mondial alternatif était claire. Deux points importants à retenir : premièrement, le bloc invite six autres pays à y participer, dont l'Arabie saoudite, l'Iran, les Émirats arabes unis, l'Argentine, l'Égypte et l'Éthiopie; deuxièmement, certains dirigeants des BRICS ont exprimé le désir de créer une monnaie à l'échelle du bloc visant le délaissement du dollar par l'économie mondiale; bien qu'il n'y ait pas grand-chose de tangible dans la déclaration officielle du sommet.

Si toutes ces positions et déclarations communes restent dans l'arène politique, les portefeuilles de placement seront beaucoup plus faciles à gérer. Malheureusement, ces facteurs sous-jacents pourraient entraîner un conflit physique. En période de démondialisation de l'économie, les guerres ne risquent pas d'éclater plus souvent qu'avant, mais le protectionnisme et les conflits commerciaux pourraient nuire aux multinationales chaque jour.

Figure 4 : Les taux augmentent à l'échelle mondiale au troisième trimestre



Sources : FactSet, au 30 septembre 2023.

## Occasions de rendement

Aurav Ghai, Analyste principal, Titres à revenu fixe, Placements gérés, Gestion de patrimoine TD

Les investisseurs en titres à revenu fixe grognent possiblement lorsqu'ils examinent le rendement de leurs placements depuis le début de l'année. Cependant, si vous lisez assidûment la Stratégie de portefeuille trimestrielle, vous savez qu'il ne faut jamais évaluer ces placements uniquement en fonction de la variable du rendement.

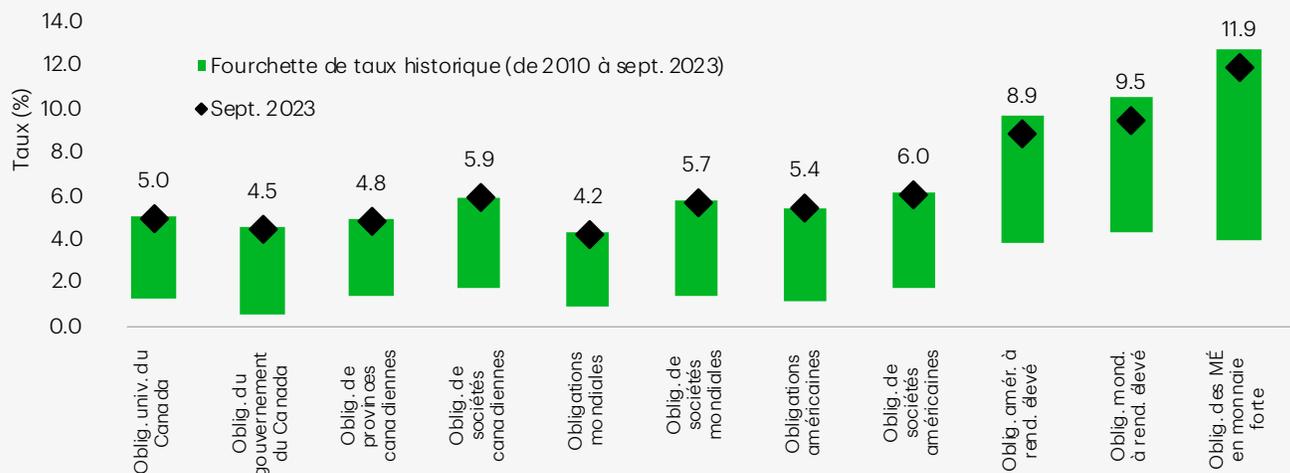
Lorsqu'on regarde la catégorie des titres à revenu fixe du point de vue des taux et de la capacité des taux plus élevés à compenser les pertes en capital, ces placements ne s'en tirent pas si mal. Prenons l'exemple de l'obligation à 10 ans du gouvernement du Canada. Le taux a bondi de plus de 180 points de base (pdb) en 2022 et a de nouveau grimpé de 70 pdb cette année, tandis que l'indice de rendement global des obligations universelles FTSE Canada n'a reculé que de 1,5 % cette année comparativement à un repli important de 11,7 % en 2022. Même si personne n'aime constater des rendements négatifs en attendant que passe la volatilité, c'est ce qu'il faut faire.

Figure 1 : Les rendements futurs sont alimentés par les taux

Périodes	1992 - 2002	2002 - 2012	2012 - 2022	2023 sept-
Rendement total	7,45%	5,29%	1,27%	?
	↑	↑	↑	↑
Taux de départ	6,76%	4,38%	1,75%	5,39%

Source : FactSet, Bureau des placements, Gestion de patrimoine (BPGP), au 30 septembre 2023. Taux et rendements annualisés de l'indice Bloomberg U.S. Aggregate Bond

Figure 2 : Les taux frôlent toujours des sommets de 12 ans



Source : FactSet, Bureau des placements, Gestion de patrimoine (BPGP), au 30 septembre 2023.

Nous croyons que les perspectives de placement et la confiance à l'égard des obligations demeurent solides. Les taux ont renoué avec des niveaux inégalés depuis le début des années 2000, et le marché obligataire est bien positionné pour procurer des rendements intéressants au cours des prochaines années. Même si nous nous attendons à ce que les rendements demeurent volatils à court terme, il est important de noter que le volet revenu constituera une protection contre la volatilité, et nous croyons que les titres à long terme procureront des rendements intéressants.

- Nous surpondérerons légèrement les placements à revenu fixe en général ainsi que les obligations d'État canadiennes. Les obligations d'État canadiennes et américaines sont plus attrayantes aux taux actuels et offrent des occasions de production de revenu et une protection contre les baisses. Même si les investisseurs en obligations connaissent une autre année difficile, des taux de départ plus élevés ont été associés, par le passé, à un rendement global supérieur. Nous nous attendons à ce que la volatilité du ratio prix/taux s'atténue au cours des prochains trimestres, à mesure que le cycle de hausse des taux se rapproche de la fin et que le cadrage prospectif des banques centrales et l'ampleur du ralentissement économique deviendront plus clairs.

- Nous conservons une pondération neutre à l'égard des titres de créance de qualité investissement. Nous nous attendons à ce que les conditions économiques difficiles provoquent un élargissement des écarts

de taux, mais pas dans la même mesure que lors de récessions antérieures. Nous préférons privilégier les titres de créance de grande qualité, c'est-à-dire des titres de sociétés qui affichent un bilan solide.

- Nous continuons de sous-pondérer légèrement les obligations à rendement élevé. La qualité du segment des obligations à rendement élevé s'est améliorée dans son ensemble. L'amélioration devrait empêcher les écarts de revenir aux niveaux de récession antérieurs, mais ils s'élargiront si les perspectives de croissance se détériorent.

### **Obligations d'état**

Depuis l'an dernier, les risques macroéconomiques nous font craindre la hausse de la volatilité et, comme le marché semble manquer de conviction à court terme, notre point de vue n'a pas changé. Les taux actuels offrent aux investisseurs des occasions de production de revenu et une protection contre les baisses. Par conséquent, nous maintenons la légère surpondération des obligations d'État.

Nous sommes d'avis que le recul plus lent que prévu de l'inflation et de la croissance économique fera en sorte que la Réserve fédérale américaine (Fed) demeurera sur ses gardes et que d'autres épisodes de volatilité sont à prévoir. Par conséquent, nous croyons que les taux actuels se maintiendront dans une fourchette étroite encore plus longtemps.

Comme nous l'avons déjà souligné, il est important d'adopter une approche équilibrée et axée sur la gestion du risque en ce qui concerne les obligations d'État et d'éviter les perspectives très optimistes ou très pessimistes à l'égard des taux de ces titres ou de la durée des taux d'intérêt. Nous ne prévoyons pas de ralentissement économique grave, et l'éventualité d'un tel ralentissement a également été progressivement mise de côté par les marchés. Si les banques centrales doivent composer avec un manque de liquidités, elles ont les moyens financiers de même que l'éventail d'outils à leur disposition pour remédier à la situation; elles n'ont pas nécessairement besoin d'avoir recours à des réductions de taux directeur.

**Les taux des obligations d'État resteront dans une fourchette étroite.** Nous naviguons en zone grise – avec la croissance et l'inflation qui ralentissent et des taux directeurs qui frôlent des sommets – et des changements peuvent survenir très rapidement et provoquer des chocs imprévus. (Il suffit de regarder la récente mini-crise des banques régionales aux États-Unis.) Les banques centrales adopteront par conséquent une approche prudente et les futures

hausse de taux directeurs, le cas échéant, seront limitées. Les taux directeurs devraient rester inchangés, ce qui devrait maintenir les taux des obligations d'État à court terme autour de leurs niveaux actuels.

**Atterrissage en douceur plutôt qu'une récession profonde, et taux des obligations d'État.** On pourrait soutenir que les hausses des taux directeurs ne provoquent pas d'atterrissages brutaux. Ce sont plutôt les excès accumulés durant les phases d'expansion qui se révèlent au grand jour lorsque les hausses de taux ralentissent la croissance économique.

Dans l'ensemble, nous nous attendons à ce que la volatilité des taux des obligations d'État se poursuive, mais s'atténue à moyen terme, et à ce que l'inflation ralentisse, même si elle pourrait s'avérer plus persistante que prévu.

### **Crédit : qualité investissement et qualité inférieure**

Compte tenu du ralentissement de la croissance économique, nous maintenons notre opinion de longue date concernant des écarts de taux des obligations de sociétés légèrement plus importants (prime de risque par rapport à une obligation d'État d'échéance comparable) au cours des prochains trimestres, mais les facteurs techniques (faibles émissions et demande soutenue de taux) resteront probablement positifs, gardant ainsi des écarts plus faibles que ceux prévus précédemment; un écart plus important signifie que le marché évalue un risque plus élevé, un écart plus faible, un risque moins élevé.

Nous adoptons une position neutre à l'égard des titres de créance de qualité investissement et maintenons une légère sous-pondération des titres de créance à rendement élevé. Notre pondération neutre à l'égard des titres de qualité investissement s'appuie sur les taux intéressants des obligations de qualité investissement à court terme. Nous croyons qu'il est avantageux de détenir des obligations de qualité investissement à court terme du point de vue du rendement global, puisqu'elles offrent à présent le rendement global le plus élevé depuis la fin des années 1990. Un taux de rendement plus élevé offre une meilleure protection en cas d'élargissement des écarts (hausse de la prime de risque) et, fait important, l'élargissement de l'écart des titres de créance à court terme de qualité supérieure sera moins prononcé par rapport à l'indice général des obligations de qualité investissement.

Nous nous attendons à ce que les écarts de taux des obligations à rendement élevé se creusent davantage que ceux des obligations de qualité investissement, car ils sont plus sensibles à la détérioration des

paramètres fondamentaux et au resserrement des conditions de crédit. Nous préférons investir dans les obligations de qualité investissement plutôt que dans les obligations à rendement élevé, en raison du coussin de taux et de la solidité des bilans qu'offrent les obligations de qualité investissement.

Nous ne cherchons pas à prédire où les écarts de taux des obligations de qualité investissement atteindront leur niveau maximum, mais certains segments des obligations de qualité investissement (sociétés de financement, FPI, banques) affichent des écarts beaucoup plus importants que l'ensemble du marché et présentent des occasions intéressantes. D'autres segments sont moins protégés et sont exposés à un risque accru en cas de pressions sur l'économie. Nous recommandons une approche de gestion active dans le segment des obligations de qualité investissement, et privilégions des échéances plus courtes et une répartition sectorielle en fonction des évaluations.

### **Taux plus élevés et diversification**

La volatilité des taux à court terme est susceptible de persister, car les marchés peinent à déterminer le moment où les banques centrales commenceront à réduire les taux directeurs ainsi que l'ampleur du ralentissement économique. Il est donc important de conserver un portefeuille équilibré et diversifié.

N'oublions pas que la hausse des taux est un bon indicateur des rendements futurs et procure une plus grande protection aux investisseurs, à mesure que le marché se concentre de nouveau sur les paramètres fondamentaux. La composante « revenu » des titres à revenu fixe affiche un niveau historiquement intéressant et offrira une protection contre la volatilité. De bonnes occasions d'achat peuvent se présenter rapidement en période d'incertitude accrue et il est donc important de maintenir aussi une approche de gestion active permettant d'équilibrer la durée et l'exposition aux titres de créance.

# Perspectives sur les actions

## Attendre les annonces de bénéfiques... et le père Noël

David Beasley, gestionnaire de portefeuille principal; Chris Blake, gestionnaire de portefeuille principal; et Kevin Yulianto, gestionnaire de portefeuille; Chadi Richa, gestionnaire, Actions nord-américaines; Andrej Knreta, Actions nord-américaines et Neelarjo Rakshit, Actions nord-américaines | Gestion de patrimoine TD

La remontée des marchés boursiers mondiaux s'est essoufflée au troisième trimestre, car les investisseurs ont tenu compte de la probabilité de taux directeurs plus élevés sur une période prolongée et ils ont eu du mal à cerner l'impact de ces taux sur la croissance en 2024.

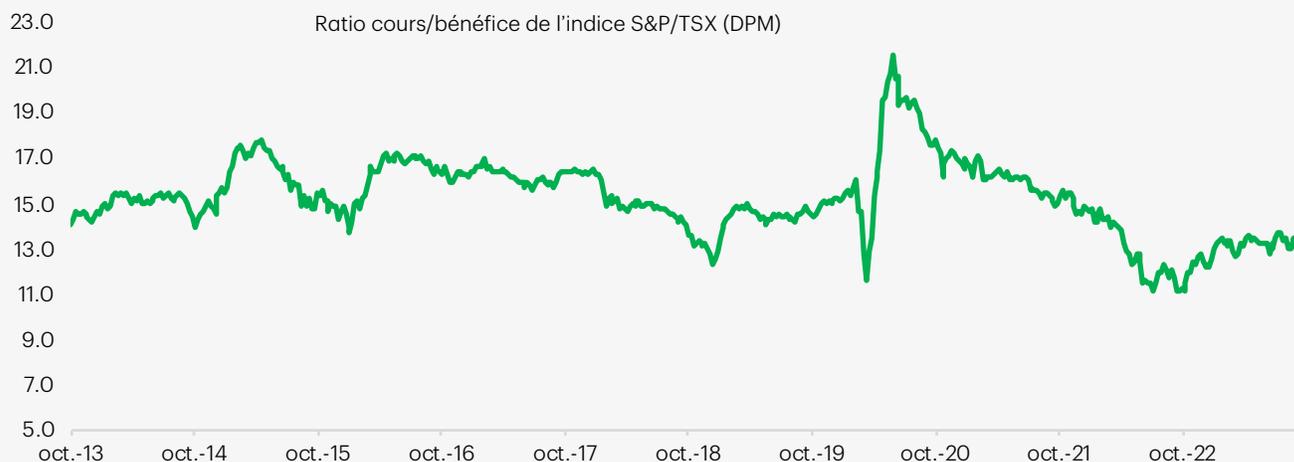
Au Canada, l'indice général a inscrit un rendement volatil en raison des données sur l'inflation contrastées et de la nervosité liée aux taux d'intérêt. Le prix du pétrole a augmenté de 28,5 % au cours du trimestre, ce qui a permis à l'indice fortement pondéré en titres du secteur de l'énergie de surpasser l'indice S&P 500 au troisième trimestre, quoique dans une faible mesure seulement. Les investisseurs en actions canadiennes ont plutôt semblé se concentrer sur les perspectives de taux d'intérêt obstinément élevés et sur les difficultés de l'économie chinoise. L'économie canadienne semble être entrée dans une période d'anémie prolongée, à la suite de la faible baisse de 0,2 % du PIB au deuxième trimestre (taux annualisé sur trois mois). Par conséquent, l'indice S&P/TSX

se négocie maintenant à 12,4 fois l'estimation des bénéfiques prévisionnels sur 12 mois, ce qui est inférieur à la médiane de 15,1 des 10 dernières années (figure 1).

Aux États-Unis, environ les deux tiers des gains qu'a inscrits l'indice S&P 500 cette année sont attribuables à sept titres qui comptent pour environ 30 % de l'indice. Cela est conforme aux périodes passées de resserrement de la Fed, où les sociétés de qualité et de croissance ont tendance à surpasser les titres de sociétés plus risquées et de plus petite envergure.

Bien que les évaluations de l'indice S&P 500 demeurent quelque peu élevées, elles sont influencées par l'importante contribution des sociétés à grande capitalisation et à forte croissance du secteur des technologies. Il s'agit d'un cas où il est essentiel de regarder au-delà de la surface; l'indice S&P 500 pondéré en fonction de la capitalisation boursière se négocie autour de 21 fois les bénéfiques prévisionnels, tandis que l'indice S&P 500 équipondéré se négocie à un taux plus raisonnable, soit 16. Les « sept magnifiques

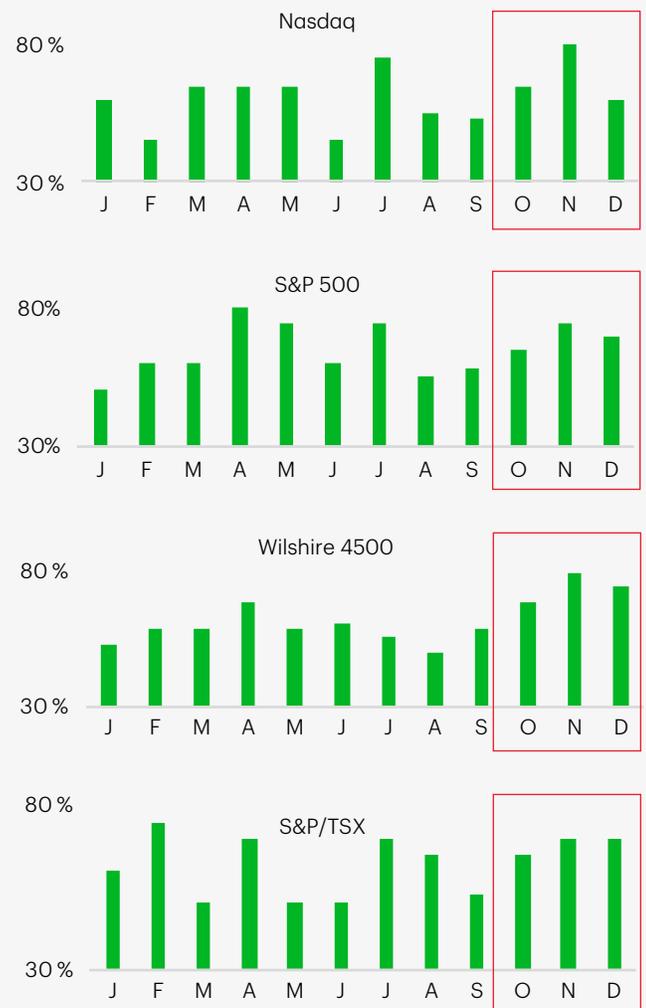
Figure 1 : Les actions canadiennes se négocient à escompte



» génèrent effectivement une croissance des bénéfices et justifient possiblement une prime d'évaluation, mais leur influence a également tendance à éclipser le reste des sociétés de l'indice. Les estimations de bénéfices pour 2024 sont peut-être trop élevées, étant donné que la conjoncture économique demeure incertaine. Cependant, les perspectives de l'économie américaine s'améliorent et les attentes consensuelles se dirigent vers une probabilité accrue d'atterrissage en douceur, alors que les États-Unis divergent du reste du monde pour diverses raisons. Nous croyons que les actions américaines seront favorisées dans ce contexte, en particulier les sociétés qui présentent un profil de croissance positif, un bilan solide et des évaluations raisonnables.

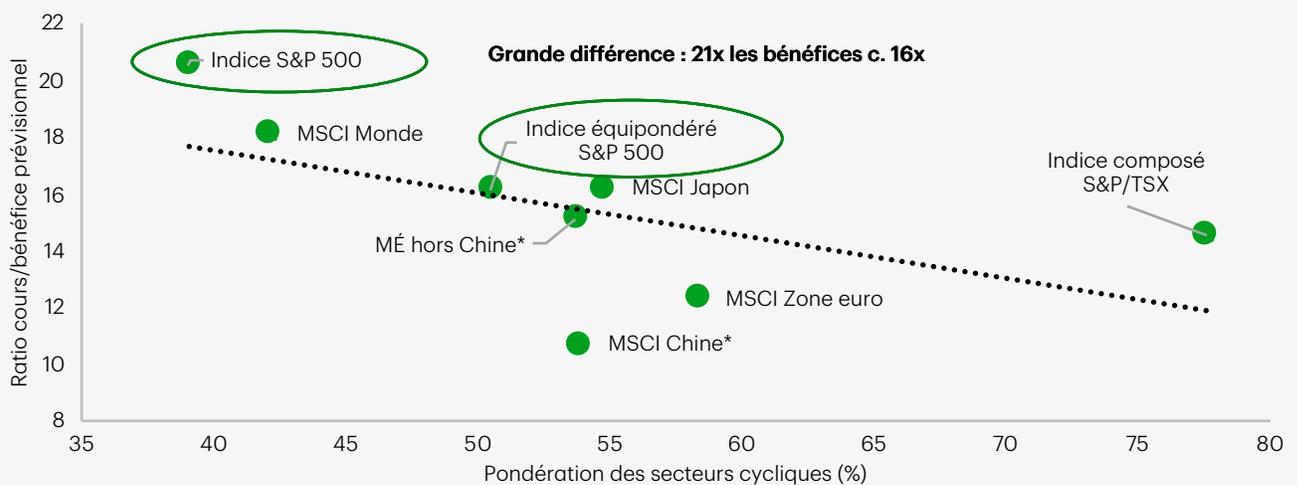
**Impact saisonnier – Les investisseurs à la recherche du père Noël.** Le quatrième trimestre de l'année montre possiblement la tendance saisonnière la plus connue (et la plus festive!) : la remontée liée à la période des fêtes, qui semble indiquer que les marchés ont tendance à être positifs pendant les fêtes. Les graphiques présentent le rendement mensuel réalisé au cours des 16 dernières années pour quatre grands indices boursiers (figure 3). Les actions canadiennes semblent en voie de terminer le trimestre en force, passant d'un ratio de 50/50 en septembre à un taux de clôture à la hausse d'environ 70 % au quatrième trimestre. Selon le moment et l'impact des ventes à perte à des fins fiscales prévues, les investisseurs canadiens devraient être à l'affût d'une visite du père Noël pour conclure cette année difficile, mais rentable (jusqu'à présent) pour les actions canadiennes.

Figure 3 : Pourcentage de fois où l'indice boursier a clôturé en hausse par rapport au début du mois (depuis 2008)



Source : FactSet, Bureau des placements, Gestion de patrimoine, au 30 septembre 2023.

Figure 2 : L'exposition cyclique a réduit les ratios



Source : FactSet, Bureau des placements, Gestion de patrimoine, au 30 septembre 2023.

## Analyse sectorielle

**Énergie – Un marché serré favorise des prix de plus de 80 \$.** La décision de l'OPEP et de ses alliés de poursuivre la limitation de l'offre a rehaussé les perspectives quant aux marges d'exploitation pour l'année à venir, ce qui devrait continuer de soutenir les évaluations. Le secteur affiche des bénéfices prévisionnels de 12 fois (33e centile de la fourchette historique), soit un escompte de 41 % par rapport à l'indice S&P 500. Nous restons prudemment optimistes à l'égard des prix de l'énergie.

**Services publics – Sous la pression de la hausse des taux.** Compte tenu de la hausse des coûts d'emprunt, le facteur d'endettement élevé des exploitants de services publics nuira aux bénéfices dans le secteur. Notre optimisme à l'égard du secteur pourrait toutefois augmenter si le rendement en dividende devenait plus intéressant et si les conditions de croissance de l'économie commençaient à se détériorer plus rapidement. Sur une note positive, les évaluations du secteur se sont sensiblement améliorées par rapport au début de 2023, le ratio des bénéfices prévisionnels étant passé de 19,7 (89e centile) à 17,3 (66e centile).

**Consommation discrétionnaire – La prudence des consommateurs est de mauvais augure.** Les évaluations dans le secteur de la consommation discrétionnaire demeurent élevées, l'indice pondéré en fonction de la capitalisation boursière privilégiant fortement Amazon (30 % du secteur) et Tesla (17 %). Le reste du secteur est beaucoup plus faible, Home Depot et les constructeurs d'habitations s'étant repliés après un solide début d'année. Par ailleurs, le reste du secteur est étroitement lié à la santé des consommateurs.

## Marchés internationaux et émergents

Les perspectives de croissance des économies européennes sont sombres. L'indice composé allemand des directeurs d'achats recule depuis juillet;

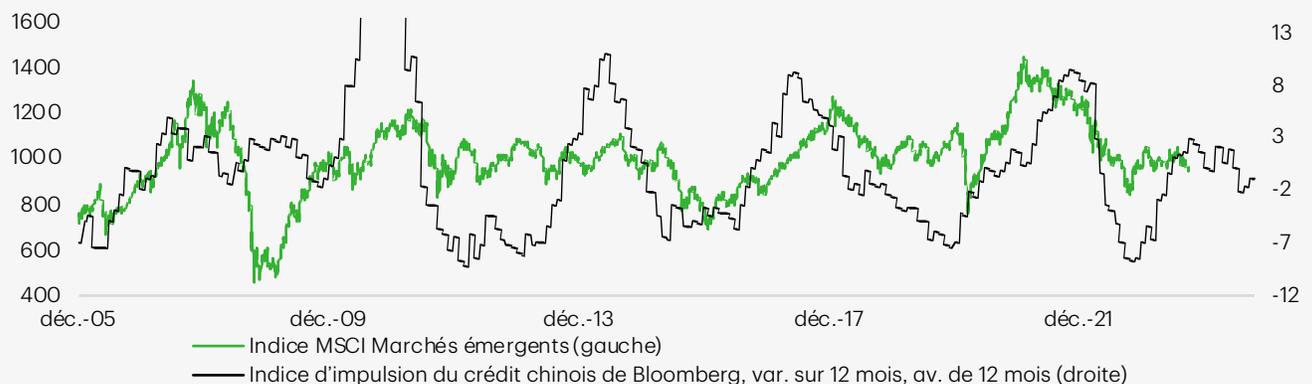
l'activité manufacturière s'est contractée pendant 15 mois consécutifs et le secteur des services s'est replié en août et en septembre. En revanche, les perspectives des actions japonaises sont bien plus optimistes. La Banque du Japon a maintenu sa politique monétaire extrêmement expansionniste, malgré des niveaux d'inflation qui ont dépassé la cible, et le profil de croissance du pays demeure robuste.

L'assouplissement des taux directeurs devrait aider les pays émergents à stimuler leur activité économique. Ce facteur devrait mener le bal de la reprise au cours du cycle actuel, grâce aux efforts des décideurs chinois pour relancer leur économie (figure 4). Les opérations de change jouent également un rôle important dans les rendements des actions des marchés émergents. Par le passé, le passage à une étape avancée du cycle économique et à une politique monétaire mondiale restrictive a entraîné une appréciation du dollar américain, étant donné que les investisseurs se sont tournés vers cette catégorie d'actif américaine perçue comme plus sécuritaire. Par conséquent, le potentiel de rendement supérieur des actions des marchés émergents pourrait être annulé par une baisse du taux de change.

## Une dernière remarque sur les actions

Nous croyons que le récent repli des actions a créé des perspectives de rendement plus équilibrées, en particulier aux États-Unis. Les estimations de bénéfices pour 2024 sont peut-être trop élevées, étant donné que la conjoncture économique demeure incertaine. Cependant, les perspectives de l'économie américaine s'améliorent et les attentes consensuelles se dirigent vers une probabilité accrue d'atterrissage en douceur, alors que les États-Unis divergent du reste du monde. Nous sommes donc récemment passés d'une sous-pondération à une pondération neutre des actions, assortie d'une surpondération des actions américaines.

Figure 4 : Les mesures de relance chinoises pourraient faire grimper les marchés émergents



Source : FactSet, Bureau des placements, Gestion de patrimoine, au 30 septembre 2023.

# Perspectives des actifs alternatifs

## Les infrastructures et le crédit privé demeurent intéressants

Kenneth Sue, analyste principal, Placements alternatifs | Gestion de patrimoine TD

Nous maintenons actuellement une pondération neutre des actifs alternatifs. Dans l'ensemble, les actifs alternatifs offrent une protection contre l'inflation et des rendements absolus intéressants, tout en agissant comme des stabilisateurs de portefeuille à long terme grâce à leurs avantages en matière de diversification et à leurs flux de revenus moins corrélés. Les infrastructures demeurent intéressantes et pourraient être avantageuses pour certains portefeuilles.

Au sein des actifs alternatifs, nous sous-pondère au maximum l'immobilier canadien et l'immobilier mondial, même si les caractéristiques dans les différents secteurs immobiliers sont assez contrastées. Le profil démographique croissant du Canada continue de soutenir l'immobilier résidentiel canadien, en particulier dans le secteur des immeubles multirésidentiels. Les immeubles de bureaux, quant à eux, sont toujours confrontés à des difficultés liées à la location et à l'évaluation, ainsi qu'à une ruée vers les propriétés de qualité. Les données fondamentales demeurent solides pour tous les autres types de propriétés.

Nous estimons que les actifs immobiliers mondiaux de grande qualité assortis d'un faible endettement et les portefeuilles diversifiés à l'échelle mondiale devraient produire des rendements supérieurs dans le contexte actuel. Les données fondamentales des immeubles de bureaux sont plus intéressantes en Asie-Pacifique qu'en Amérique du Nord. Les immeubles multirésidentiels et les actifs immobiliers alternatifs, ainsi que la préférence pour l'Asie-Pacifique, pourraient procurer aux portefeuilles immobiliers mondiaux de meilleurs rendements ajustés au risque.

En ce qui concerne les infrastructures, nous les surpondérons légèrement. L'augmentation des flux de trésorerie découlant de l'inflation plus élevée que prévu met cette catégorie d'actif à l'abri des hausses de taux d'intérêt. L'intérêt des investisseurs reste marqué, surtout pour les investissements liés à la transition énergétique et les secteurs des infrastructures essentielles qui génèrent des flux de trésorerie stables et croissants.

À l'heure actuelle, nous surpondérons légèrement les titres de dette privée. Une qualité de crédit élevée et une diversification mondiale offrent un filet de sécurité en cas de récession.

Le revenu additionnel et la plus-value potentielle du capital découlant de la modération des taux d'intérêt offrent un potentiel de hausse.

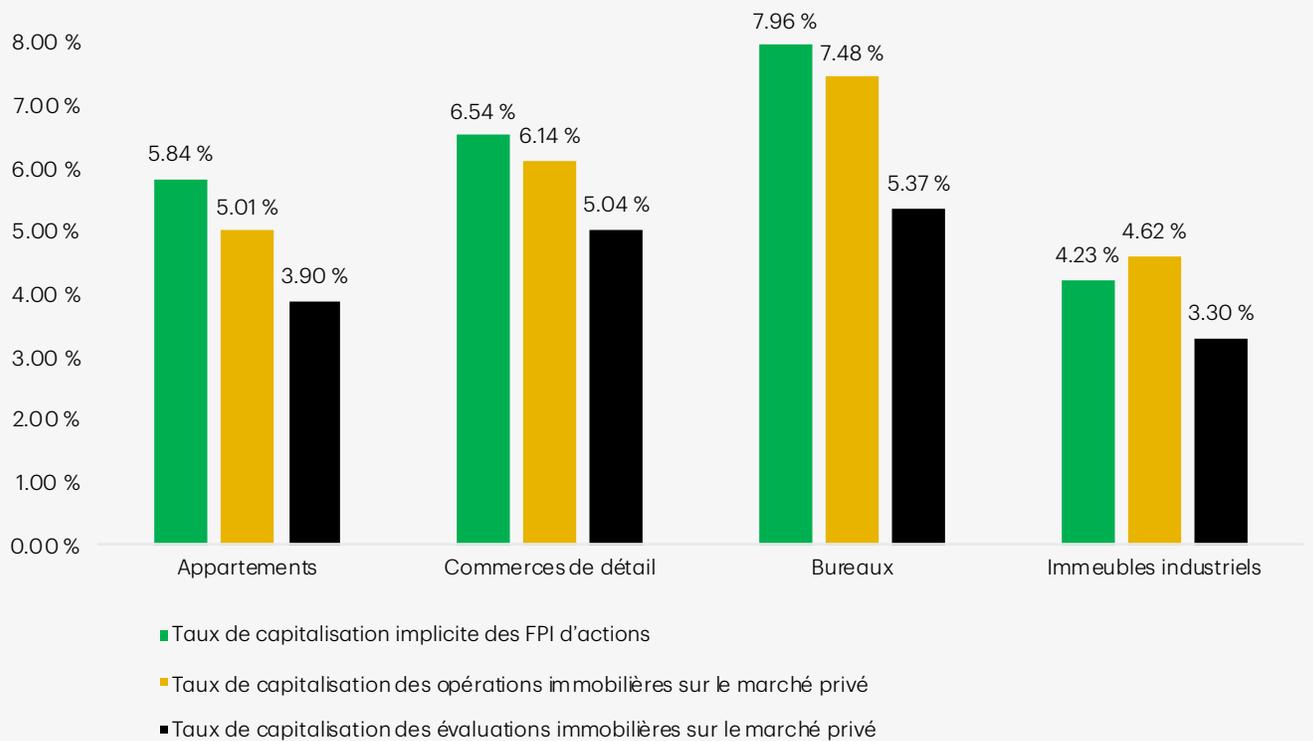
### **Immobilier : sous-pondération maximale**

Dans le secteur immobilier, nous optons pour une sous-pondération maximale des segments canadien et mondial. Toutefois, il serait prudent d'éviter de considérer l'ensemble du secteur comme un tout. Celui-ci se compose plutôt de nombreuses catégories distinctes. Il faut aussi tenir compte de la différence entre les marchés privé et public (figure 2). Par exemple, une comparaison des taux de capitalisation des secteurs immobiliers public (taux implicites des FPI) et privé (pour les opérations et évaluations) aux États-Unis au deuxième trimestre de 2023 pour les quatre types de propriétés traditionnels – appartements, commerces de détail, immeubles de bureaux et immeubles industriels – illustre le grand fossé qui existe entre les évaluations de biens immobiliers publics et privés. L'écart entre les taux de capitalisation implicites des FPI et ceux des opérations s'est resserré au cours des derniers trimestres en raison des variations des évaluations des FPI et des biens immobiliers du marché public. Toutefois, les écarts entre les taux de capitalisation implicites des FPI et ceux des évaluations immobilières demeurent importants, car ces dernières ont pris du temps à s'adapter aux conditions actuelles du marché. Parmi les quatre types de propriétés, les immeubles de bureaux présentent le plus important écart, soit 259 points de base (pdb). Les écarts pour les appartements, les commerces de détail et les immeubles industriels sont de 194 pdb, de 150 pdb et de 93 pdb, respectivement.

### **Infrastructures : légère surpondération**

Le secteur des infrastructures a inscrit un rendement de 2 % au deuxième trimestre, ce qui porte le rendement à 3,8 % à la fin du premier semestre de cette année. Les opérations continuent de toucher principalement l'Europe, les États-Unis et le secteur de l'énergie, la majorité d'entre elles ayant été conclues pour moins de 250 M\$ US. Les taux d'intérêt continuent de nuire aux nouveaux projets de base, les investisseurs privilégiant une stratégie de base plus à rendement supérieur ou des projets opportunistes. La mobilisation de capitaux, qui s'est chiffrée à 4,5 G\$ US au deuxième trimestre, comparativement à une moyenne trimestrielle de

Figure 1 : Différence entre les taux de capitalisation sur le marché public et privé



Source : Nareit, indices NCREIF-ODCE des opérations et des évaluations, BPGP. Données en date du T2 2023.

36 G\$ US au cours des cinq dernières années, a de la difficulté à quitter la zone morose. Celle-ci a diminué à un rythme jamais vu depuis une décennie environ, car l'appétit des investisseurs pour les infrastructures (qui a donné lieu à une mobilisation de capitaux record de 175 G\$ US en 2022, alors que toutes les autres catégories d'actif reculaient) a été en grande partie rassasié.

### Crédit privé : légère surpondération

Après le pic des prêts en janvier 2023, les banques ont pratiquement freiné la croissance des nouveaux prêts devant les perspectives économiques incertaines et les contrôles réglementaires. La Réserve fédérale, la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) et l'Options Clearing Corporation (OCC) ont rédigé un nouveau règlement pour remédier aux problèmes du système bancaire exposés lors de l'effondrement de la Silicon Valley Bank (SVB). La nouvelle proposition, dont la mise en œuvre pourrait prendre des années, élargit la réglementation pour couvrir les banques dont l'actif dépasse 100 G\$ US, comparativement

à la limite précédente de 250 G\$ US. Les banques devraient ainsi continuer de réduire le risque, ce qui créera plus d'occasions pour les gestionnaires de titres de crédit privé de combler le vide, soit en achetant des prêts bancaires à un prix inférieur, soit en agissant à titre de prêteur, ce qui crée un contexte favorable, semblable à ce qui était en vigueur après la crise financière mondiale, pour les titres de crédit privé. Les titres de crédit privé ont inscrit un rendement de 2,81 % au deuxième trimestre, ce qui porte le rendement total à 5,57 % depuis le début de l'année, selon l'indice Cliffwater Direct Lending. Les emprunteurs demeurent résilients : les sociétés privées du marché intermédiaire ont surpassé les revenus et la croissance des bénéfices de l'indice S&P 500 depuis le début de l'année. Elles ont augmenté leurs revenus de 8 % et leurs bénéfices, de 13 % sur 12 mois au troisième trimestre, selon l'indice Golub Capital Altman. Compte tenu du recul continu des banques et de la résilience des emprunteurs, nous croyons que le secteur du crédit privé est bien positionné pour le contexte futur.

# Perspectives des devises

## Plus le point de départ est élevé, plus la chute est brutale

Stratégie mondiale relative aux taux, aux opérations de change et aux produits de base, Valeurs Mobilières TD

L'automne a apporté son lot d'inquiétudes quant aux perspectives de la Chine, au resserrement marqué des conditions financières et à la pentification baissière prononcée et imprévue de la courbe des taux aux États-Unis.

**\$ US** : Le marché tient désormais compte de taux des fonds fédéraux plus élevés sur une période prolongée. Même si une grande partie de notre cadre d'analyse quantitative fondé sur des données macroéconomiques dicte toujours une position acheteur pour le dollar américain, nous nous méfions des prévisions à trop long terme. Nous nous attendons toujours à une dépréciation du dollar américain à moyen terme, compte tenu d'un certain rééquilibrage des perspectives mondiales et d'un changement dans la dynamique de la courbe des taux aux États-Unis. Le reste du monde devrait se stabiliser en 2024, avec le soutien de la Chine, tandis que les États-Unis pourraient connaître un ralentissement à l'aube de 2024.

**\$ CA** : La tenue du dollar américain et la confiance à l'égard du risque constituent les principaux facteurs de rendement du dollar canadien. Nous croyons que la Banque du Canada gardera le cap et maintiendra le taux du financement à un jour à 5,0 %. Le principal enjeu résidera dans la façon dont la Banque tentera

de concilier une importante révision à la baisse de ses perspectives de croissance et les signes d'une inflation plus persistante, ce qui devrait empêcher tout changement de ton. Nous nous attendons à ce que la Banque maintienne un ton ferme et mette l'accent sur la persistance des pressions inflationnistes et salariales et à ce qu'elle n'apporte aucun changement à son cadrage prospectif.

Figure 1 : Prévisions de change pour les devises du G10

	Taux de change au comptant	2023	2024			
	17 octobre 2023	T4 est.	T1 est.	T2 est.	T3 est.	T4 est.
USD/JPY	150	144	140	138	135	130
EUR/USD	1,06	1,08	1,10	1,12	1,15	1,18
GBP/USD	1,22	1,24	1,26	1,27	1,28	1,29
USD/CHF	0,90	0,91	0,89	0,89	0,88	0,88
USD/CAD	1,36	1,33	1,30	1,29	1,27	1,25
AUD/USD	0,63	0,65	0,67	0,68	0,69	0,72
NZD/USD	0,59	0,62	0,63	0,64	0,65	0,66
EUR/NOK	1270	1240	1214	1195	1166	1132
EUR/SEK	10,67	10,64	10,44	10,00	9,57	9,47
BBDXY	1220,00	1207,00	1176,00	1158,00	1147,00	1151,00

Source : Valeurs Mobilières TD, au 17 octobre 2023.

# Perspectives sur les produits de base

## La Chine résiste aux difficultés

Hussein Allidina, directeur général et chef, Produits de base, Humza Hussein, vice-président et directeur, Produits de base | Gestion de Placements TD

Les produits de base ont inscrit un solide rendement au troisième trimestre, progressant de 4,7 % (indice des produits de base Bloomberg). Les trois principales économies mondiales suivent leur propre voie, alors que la récession manufacturière continue d'accabler l'UE. Les États-Unis demeurent la plus forte économie sur presque tous les fronts, grâce à la vigueur de l'emploi, à la résilience du secteur manufacturier et aux mesures de relance budgétaire qui continuent de faire leur chemin dans l'économie.

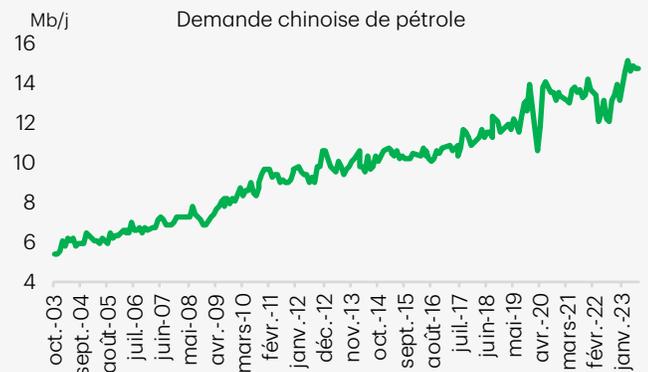
L'activité et la confiance en Chine ont atteint un creux vers le milieu de l'année, mais se sont redressées depuis (figure 1). La demande de métaux a suivi, soutenue par les achèvements de constructions résidentielles. Toutefois, cette source de demande devrait diminuer en raison des problèmes immobiliers plus structurels de la Chine. La demande de pétrole en Chine a continué de se redresser au cours de l'été, atteignant un nouveau sommet record grâce aux voyages, qui ont renoué avec les niveaux d'avant la pandémie (figure 2). Les données agricoles laissent entrevoir les défis nationaux plus importants auxquels la Chine est confrontée, étant donné que la consommation de protéines, qui est fortement corrélée avec le revenu et la croissance de la population, a atteint un sommet il y a quelques années et a commencé depuis à diminuer (figure 3).

La demande plus faible que prévu, en particulier dans l'économie manufacturière, et les préoccupations à l'égard des perspectives de croissance ont nui aux prix des produits de base, même si la structure

du marché est restée serrée. Toute amélioration ou synchronisation de la croissance dans les trois grandes économies avantagerait les prix.

La géopolitique constitue toutefois un facteur favorable pour les produits de base, car le risque de perturbations importantes de l'offre augmente parallèlement aux tensions. L'interdiction d'exportation de diesel récemment imposée par la Russie, bien que temporaire, témoigne non seulement des risques géopolitiques élevés, mais aussi de la sensibilité à de tels risques dans un contexte d'équilibres serrés. Le pétrole a aussi fortement remonté en raison du conflit entre Israël et le Hamas.

Figure 2 : La demande d'énergie augmente de façon constante en Chine



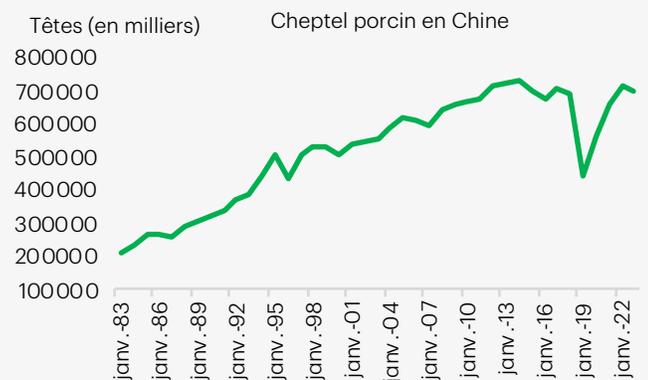
Source : Gestion de Placements TD, au 31 août 2023.

Figure 1 : Les exportations chinoises de métaux reviennent à des niveaux modérés



Source : douanes chinoises et Gestion de Placements TD, au 31 août 2023.

Figure 3 : La consommation de protéines atteint un sommet en Chine



Source : Département de l'agriculture des États-Unis et Gestion de Placements TD, au 30 septembre 2023.

## Rendement des marchés

		(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
<b>Rendement des indices canadiens (\$ CA)</b>	<b>Indice</b>	<b>1 mois</b>	<b>3 mois</b>	<b>Cum. annuel</b>	<b>1 an</b>	<b>3 ans</b>	<b>5 ans</b>	<b>10 ans</b>	<b>20 ans</b>
Indice composé S&P/TSX (RT)	77,738	1.08	-1.13	3.37	8.00	11.59	7.14	8.19	8.30
Indice composé S&P/TSX (RC)	19,733	0.82	-1.82	1.80	4.62	8.35	3.93	4.99	5.33
S&P/TSX 60 (RT)	3,820	1.34	-0.64	3.44	7.30	11.83	7.66	8.83	8.63
S&P/TSX petites sociétés (RT)	1,173	-2.04	-7.11	-2.93	2.59	11.72	2.87	4.65	4.60
Indice des actions privilégiées S&P/TSX (RG)	1,592	0.86	-2.48	-0.26	-9.36	5.24	-0.41	0.66	2.05
<b>Rendement des indices américains (\$ US)</b>									
S&P 500 (RT)	9,404	4.87	6.97	14.99	17.64	13.97	11.94	12.68	9.95
S&P 500 (RC)	4,378	4.75	6.55	14.04	15.67	12.19	10.00	10.55	7.80
Dow Jones des valeurs industrielles (RC)	33,927	3.09	1.96	2.35	10.24	9.54	6.93	8.57	6.87
NASDAQ composé (RC)	13,556	4.80	10.91	29.52	22.91	10.46	12.54	14.82	11.20
Russell 2000 (RT)	9,784	5.85	2.98	5.80	9.93	10.04	3.76	8.03	8.77
<b>Rendement des indices américains (\$ CA)</b>									
S&P 500 (RT)	12,450	2.06	4.64	12.40	20.87	12.88	12.06	15.31	9.83
S&P 500 (RC)	5,797	1.95	4.24	11.47	18.84	11.12	10.12	13.13	7.68
Dow Jones des valeurs industrielles (RC)	44,918	0.34	-0.25	0.05	13.26	8.49	7.04	11.10	6.74
NASDAQ composé (RC)	17,947	1.99	8.50	26.60	26.28	9.40	12.66	17.50	11.07
Russell 2000 (RT)	12,953	3.02	0.75	3.42	12.95	8.98	3.88	10.55	8.65
<b>Rendement global des indices MSCI (\$ US)</b>									
Monde	13,296	4.43	5.33	13.63	17.27	12.12	9.28	9.92	8.86
EAO (Europe, Australasie et Extrême-Orient)	9,951	3.16	1.82	10.60	17.78	8.98	4.61	5.76	6.95
MÉ (marchés émergents)	2,527	4.29	1.42	5.50	2.60	2.85	1.39	3.37	8.56
<b>Rendement global des indices MSCI (\$ CA)</b>									
Monde	17,603	1.64	3.05	11.07	20.48	11.05	9.40	12.48	8.74
EAO (Europe, Australasie et Extrême-Orient)	13,174	0.40	-0.39	8.11	21.01	7.93	4.73	8.23	6.83
MÉ (marchés émergents)	3,345	1.50	-0.78	3.12	5.42	1.86	1.50	5.78	8.44
<b>Devises</b>									
Dollar canadien (\$ US/\$ CA)	75.53	2.75	2.22	2.30	-2.67	0.97	-0.11	-2.28	0.12
<b>Indices régionaux (en monnaie locale, RC)</b>									
FTSE 100 de Londres (R,-U.)	7,461	0.21	-2.23	0.13	4.08	6.54	-0.46	1.84	3.13
Hang Seng (Hong Kong)	19,148	5.01	-6.14	-3.20	-12.40	-7.80	-7.94	-0.83	3.52
Nikkei 225 (Japon)	32,699	5.86	16.61	25.31	23.89	13.63	7.95	9.11	6.61
<b>Taux des obligations de référence</b>		<b>3 mois</b>		<b>5 ans</b>		<b>10 ans</b>		<b>30 ans</b>	
Obligations du gouvernement du Canada		4.92		3.69		3.27		3.09	
Obligations du Trésor américain		5.31		4.16		3.84		3.86	
<b>Indices obligataires (couverts en \$ CA, rendement global)</b>	<b>Indice</b>	<b>1 mois (%)</b>	<b>3 mois (%)</b>	<b>Cum. annuel (%)</b>	<b>1 an (%)</b>	<b>3 ans (%)</b>	<b>5 ans (%)</b>	<b>10 ans (%)</b>	
Indice des bons du Trésor à 91 jours FTSE Canada	439	0,34	1,01	2,14	3,70	1,40	1,48	1,11	
Indice des obligations universelles FTSE Canada	1,078	0,04	-0,69	2,51	3,15	-3,75	0,63	2,06	
Indice des obligations gouvernementales FTSE Canada	1,021	-0,02	-0,98	2,35	2,77	-4,41	0,30	1,83	
Indice obligataire toutes les sociétés FTSE Canada	1,279	0,21	0,18	2,97	4,24	-1,88	1,52	2,70	
Indice Bloomberg US Corporate High Yield Bond	263	1,56	1,52	4,99	8,24	2,66	2,57	4,00	
Indice Bloomberg Global Aggregate Bond	244	-0,13	-0,12	2,64	-0,11	-3,13	0,54	2,01	
Indice JPM EMBI Global Core	474	2,05	1,62	3,39	6,05	-3,94	-0,30	2,24	
<b>Indices HFRI (\$ US) Rendement total</b>									
Indice HFRI Fund Weighted Composite	18,073	2.20	2.24	3.45	5.09	8.16	4.98	4.71	
Indice HFRI Fund of Funds Composite	7,276	1.16	1.52	2.27	3.67	5.04	3.32	3.39	
Indice HFRI Event-Driven (total)	20,435	2.78	1.59	2.99	5.81	8.67	4.42	4.58	
Indice HFRI Equity Hedge	28,039	2.94	2.97	5.55	7.49	8.91	5.44	5.64	
Indice HFRI Equity Market Neutral	6,234	2.05	1.45	2.23	3.75	4.35	2.14	2.96	
Indice HFRI Macro (total)	18,821	1.47	2.02	-0.47	-0.05	7.42	5.07	3.13	
Indice HFRI Relative Value (Total)	14,382	0.90	1.31	2.66	4.17	5.94	3.60	4.00	
<b>Indices HFRI (\$ CA) Rendement total</b>									
Indice HFRI Fund Weighted Composite	23,909	-0.62	0.02	1.15	8.01	7.12	5.11	7.13	
Indice HFRI Fund of Funds Composite	9,625	-1.63	-0.69	0.00	6.55	4.04	3.45	5.78	
Indice HFRI Event-Driven (total)	27,034	-0.05	-0.62	0.70	8.74	7.63	4.56	7.00	
Indice HFRI Equity Hedge	37,092	0.10	0.73	3.20	10.47	7.86	5.58	8.08	
Indice HFRI Equity Market Neutral	8,247	-0.76	-0.76	-0.05	6.63	3.36	2.27	5.34	
Indice HFRI Macro (total)	24,898	-1.33	-0.20	-2.69	2.72	6.40	5.20	5.51	
Indice HFRI Relative Value (Total)	19,026	-1.88	-0.90	0.38	7.06	4.92	3.73	6.41	

Sources : Valeurs Mobilières TD Inc., Bloomberg Finance L.P., RT : rendement total, RC : rendement du cours. En date du 30 juin 2023.

Les renseignements aux présentes ont été fournis par Gestion de patrimoine TD à des fins d'information seulement. Ils proviennent de sources jugées fiables. Les graphiques et les tableaux sont utilisés uniquement à des fins d'illustration et ne reflètent pas les valeurs ou les rendements futurs des placements. Ces renseignements n'ont pas pour but de fournir des conseils financiers, juridiques, fiscaux ou de placement. Les stratégies fiscales, de placement ou de négociation 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 les 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, du fait de 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. Vous ne devriez pas vous fier aux déclarations prospectives.

Gestion de patrimoine TD représente les produits et 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 2023. 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. « TMXMD » est une marque de commerce de TSX Inc. et est utilisée sous licence par le groupe LSE. Tous les droits à l'égard des données et des indices de 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 n'acceptent de responsabilité pour les erreurs ou les omissions dans les indices ou les données contenues dans le présent document. Aucune autre diffusion des données du groupe LSE n'est autorisée sans l'accord écrit de la société membre du groupe LSE concernée. Le groupe LSE ne recommande et ne parraine pas le contenu de la présente communication ni n'en fait la promotion.

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.

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.

