

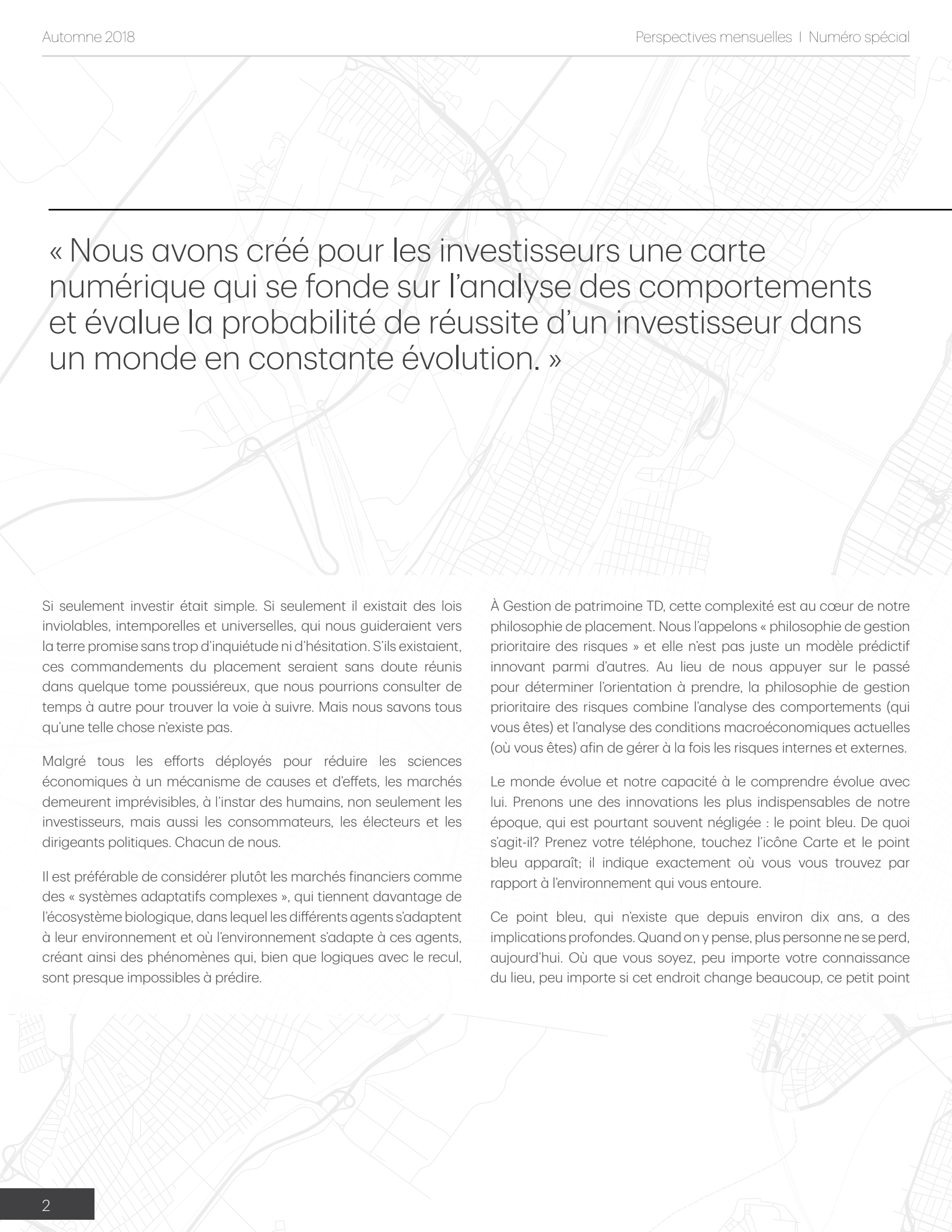


Vous êtes ici

Une approche de navigation moderne pour
une conjoncture financière changeante

Perspectives mensuelles // Conseils en matière de portefeuilles
et recherche sur les placements

Numéro spécial, automne 2018



« Nous avons créé pour les investisseurs une carte numérique qui se fonde sur l'analyse des comportements et évalue la probabilité de réussite d'un investisseur dans un monde en constante évolution. »

Si seulement investir était simple. Si seulement il existait des lois inviolables, intemporelles et universelles, qui nous guideraient vers la terre promise sans trop d'inquiétude ni d'hésitation. S'ils existaient, ces commandements du placement seraient sans doute réunis dans quelque tome poussiéreux, que nous pourrions consulter de temps à autre pour trouver la voie à suivre. Mais nous savons tous qu'une telle chose n'existe pas.

Malgré tous les efforts déployés pour réduire les sciences économiques à un mécanisme de causes et d'effets, les marchés demeurent imprévisibles, à l'instar des humains, non seulement les investisseurs, mais aussi les consommateurs, les électeurs et les dirigeants politiques. Chacun de nous.

Il est préférable de considérer plutôt les marchés financiers comme des « systèmes adaptatifs complexes », qui tiennent davantage de l'écosystème biologique, dans lequel les différents agents s'adaptent à leur environnement et où l'environnement s'adapte à ces agents, créant ainsi des phénomènes qui, bien que logiques avec le recul, sont presque impossibles à prédire.

À Gestion de patrimoine TD, cette complexité est au cœur de notre philosophie de placement. Nous l'appelons « philosophie de gestion prioritaire des risques » et elle n'est pas juste un modèle prédictif innovant parmi d'autres. Au lieu de nous appuyer sur le passé pour déterminer l'orientation à prendre, la philosophie de gestion prioritaire des risques combine l'analyse des comportements (qui vous êtes) et l'analyse des conditions macroéconomiques actuelles (où vous êtes) afin de gérer à la fois les risques internes et externes.

Le monde évolue et notre capacité à le comprendre évolue avec lui. Prenons une des innovations les plus indispensables de notre époque, qui est pourtant souvent négligée : le point bleu. De quoi s'agit-il? Prenez votre téléphone, touchez l'icône Carte et le point bleu apparaît; il indique exactement où vous vous trouvez par rapport à l'environnement qui vous entoure.

Ce point bleu, qui n'existe que depuis environ dix ans, a des implications profondes. Quand on y pense, plus personne ne se perd, aujourd'hui. Où que vous soyez, peu importe votre connaissance du lieu, peu importe si cet endroit change beaucoup, ce petit point



Vous êtes ici

bleu est là pour vous dire une chose : « Vous êtes ici », ce qui paraît simple, mais repose en réalité sur des calculs assez complexes.

Après tout, ce « vous » ne cesse de changer : votre emplacement, votre orientation, votre zone d'intérêt. Et « ici » est aussi un concept en constante évolution. Le moment de la journée, la météo, la circulation, l'état de la route, les accidents : toutes ces variables de l'ici et maintenant fluctuent en permanence et auront une nette incidence sur votre trajet.

C'est la raison pour laquelle les cartes numériques sont bien meilleures que les anciennes cartes papier. Une carte papier vous donne un instantané précis de ce à quoi « ici » pouvait ressembler au moment où elle a été imprimée, mais elle vous renseigne peu sur la réalité d'aujourd'hui. Autrement dit, une carte papier donne un cadre de référence objectif tandis que la carte numérique donne un cadre de référence subjectif qui met en correspondance l'emplacement et les préférences de l'utilisateur avec la réalité d'aujourd'hui.

Ce que nous avons créé avec la gestion prioritaire des risques, c'est une carte numérique pour les investisseurs, qui analyse les comportements pour faire ressortir les traits de personnalité (je veux parler des erreurs de jugement), puis évalue la probabilité de réussite d'un investisseur, compte tenu de sa complexité, dans un monde en constante évolution.

Le modèle contemporain de répartition des actifs et de diversification des facteurs de risque propose une méthode plus avancée pour s'orienter. Tous les placements, qu'ils soient traditionnels ou non, à gestion active ou passive, ne sont que des applications qui vous aideront à vous rendre à destination.

Nous ne proposons pas les mêmes « modèles éprouvés », ni, d'ailleurs, des modèles innovants, parce qu'un modèle figé dans le temps est voué à l'échec, à long terme. La gestion prioritaire des risques est adaptative et revient toujours à « vous » et à « ici » afin de vous mener à bon port.

Brad Simpson,
Stratège en chef, Gestion de patrimoine TD

Quels résultats cette stratégie a-t-elle produits dans le passé?



Parlons Argent : Nous sommes en compagnie de Brad Simpson, stratège en chef à Gestion de patrimoine TD. Il y a deux ans, il présentait à la banque une philosophie de placement révolutionnaire, aujourd'hui connue sous le nom de gestion prioritaire des risques. Brad, pouvez-vous nous parler de cette philosophie de placement, notamment de ses origines?

Avec plaisir. Au printemps de 2016, je suis entré au service de Gestion de patrimoine TD. Comme vous pouvez l'imaginer, c'était un grand honneur et une responsabilité encore plus grande. J'ai été admis dans une telle entreprise, une des sociétés financières les plus respectées du monde, dont la création remonte à 150 ans. La TD est un emblème canadien et la tâche qui m'a été confiée à mon arrivée était colossale : superviser la stratégie de placement pour environ 140 milliards de dollars en argent humain.

J'insiste sur l'aspect humain parce que mon travail, dans le fond, est d'aider nos conseillers à bâtir des portefeuilles de placement pour des gens, des personnes en chair et en os, qui ont des aspirations, des espoirs, des rêves et des craintes. L'argent qu'ils investissent avec nous n'est pas une fin en soi, mais plutôt le moyen de réaliser un objectif et après 27 années de carrière, je suis très conscient de l'influence que peut avoir un gestionnaire de patrimoine sur la vie des gens. Un portefeuille de placement mal structuré peut nuire au bien-être financier d'un particulier et de sa famille, pour plusieurs générations.

Bien entendu, je ne m'embarquais pas dans cette aventure tout seul. En fait, j'avais l'embarras du choix. Tout d'abord, je suis devenu membre du Comité de répartition des actifs de Gestion de patrimoine TD, au sein de Groupe Banque TD. Le Comité est composé d'experts de la société, qui se réunissent tous les mois pour examiner l'orientation de l'économie mondiale, des marchés financiers et des aspects géopolitiques. J'avais également accès à toutes les ressources des Services économiques TD, de Valeurs Mobilières TD, du Groupe Banque TD et de mes collègues de Gestion de patrimoine TD, sans compter tous nos fournisseurs externes, parmi lesquels des sociétés de services financiers mondiales très respectées.

PA : Cela a tout l'air d'une position enviable.

C'est le cas, mais le fait d'avoir tant de ressources à sa disposition présente aussi un inconvénient : le risque très réel d'excès d'information. Donc j'avais accès à toutes ces sources d'information internes et externes, et j'étais confronté au même problème que les investisseurs, à savoir la complexité grandissante et effarante des marchés financiers, la montée des tensions géopolitiques et une anxiété sociétale prédominante, nourrie par la masse d'opinions non filtrées qui tourbillonnent sur les médias sociaux.

À toutes ces opinions, faits et données, ajoutez un nombre affolant de produits financiers (tous présentés par de brillantes équipes de marketing comme la panacée qui guérira tous les maux) et vous aurez une idée du brouhaha qui résonnait dans ma tête.

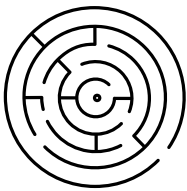
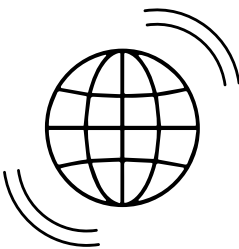
PA : Alors, qu'avez-vous fait?

Ma première démarche a été d'affirmer à nos conseillers et à leurs clients que nous assistions à une transformation générationnelle inédite qui touchait les marchés financiers et que presque tout ce que nous pensions savoir sur la répartition des actifs risquait de ne pas nous être très utile à l'avenir.

Alors, je sais que cette affirmation peut sembler audacieuse, mais je voudrais faire le point sur ce qui s'est produit depuis. Durant l'été 2016, l'occupant de la Maison-Blanche était encore Barack Obama (un libéral, certes, mais surtout un défenseur de la liberté de marché) et la plupart des observateurs s'attendaient à voir Hillary Clinton lui succéder. Les décideurs du monde entier allaient tous se tenir par la main et chanter Kumbaya.

Ce que nombre d'organismes de sondage n'ont pas réussi à voir, c'est que, aux États-Unis et dans de nombreux pays occidentaux, l'attitude à l'égard de la mondialisation avait atteint un point de bascule. Malgré les énormes gains économiques, tout un pan de la population était exclu de cette prospérité. Des foyers de ressentiment grandissaient et un nouveau message commençait à se faire entendre, à savoir l'échec de la mondialisation. Ce message a été suffisamment puissant pour faire pencher les élections en faveur d'un candidat protectionniste.

La complexité grandissante, les tensions et l'explosion de la communication numérique sont propices aux mauvaises décisions

Complexité du marché	Tension géopolitique	Anxiété sociétale
		
Difficulté à comprendre	Le monde semble être sur une trajectoire de collision	Alarmisme et tribalisme

Même chose au Royaume-Uni avec le Brexit, même chose en Italie et en Hongrie, et la France a failli suivre le mouvement. Il y a deux ans, nous étions insouciants et satisfaits, profitant de coûts de fabrication modestes et de produits importés bon marché depuis des décennies, mais tout cela a changé. Aujourd'hui, nous sommes à l'aube d'une guerre commerciale; les droits de douane augmentent, les alliances se défont et la symbiose mondiale s'effrite.

PA : Mais est-ce que tout cela n'est pas dû à des jeux politiques?

La politique n'est pas en cause. Le contexte politique est un symptôme qui cache quelque chose de plus fondamental. Prenons les taux d'intérêt. Il y a deux ans, le taux cible de la Réserve fédérale américaine était compris entre 0,25 % et 0,5 %, ce qui constitue un plancher quasi record. À la fin des années 1980, les taux étaient à environ 9 %, soit 20 fois plus élevés, mais depuis 30 ans, ils baissent, et l'inflation aussi.

Ces deux dernières années, nous avons assisté à un revirement complet. Pour la première fois depuis très longtemps, l'économie américaine connaît une légère inflation, et la Réserve fédérale agit en conséquence. Depuis la fin de 2015, elle a procédé à sept relèvements de taux et deux nouvelles hausses sont prévues d'ici la fin de 2018. Le taux cible est maintenant compris entre 1,75 % et 2 % et continue d'augmenter.

Cela représente un changement de cap historique de la politique monétaire. Aussi loin que remontent nos souvenirs, les taux d'intérêt sont à la baisse, le commerce international se développe et les consommateurs empruntent facilement, profitant des faibles coûts d'emprunt et de la hausse des prix des maisons. L'indice S&P 500 a enregistré un rendement moyen de 10 % au cours de la dernière décennie, alors que la croissance moyenne du PIB américain a été de seulement 1,4 %. Cela dit, je ne suis pas devin. Je ne sais pas ce qu'il va se passer, mais je sais que ces tendances ne peuvent durer indéfiniment. Les taux d'intérêt ne continueront pas de baisser à

l'infini, les prix des maisons n'augmenteront pas éternellement et les ruées vers l'or finissent par cesser.

Nous devons tous nous poser cette question : qu'advient-il des dépenses du consommateur lorsque la valeur de sa maison diminue, alors que les coûts de son prêt hypothécaire et de ses marges de crédit augmentent? C'est déjà le cas. Le prix moyen d'un logement à Toronto a baissé de 10 % par rapport au sommet enregistré au printemps de 2017. Qu'arrive-t-il aux coûts de main-d'œuvre et de fabrication quand le législateur augmente les droits de douane et fait pression sur les entreprises pour qu'elles engagent plus de dépenses afin de rapatrier leurs activités d'exploitation, comme GM et Apple l'ont déjà annoncé?

Quand on examine les conditions de taux d'intérêt, le contexte politique, les prix des maisons et la dette des consommateurs, on peut dire que nous vivons une époque peu banale. Pourtant, nous avons réussi à nous convaincre que le comportement des marchés boursiers a été parfaitement normal, que nous devrions nous attendre à des rendements à deux chiffres, même si l'économie continue d'afficher un taux de croissance de 2 %.

Le fait est que les marchés boursiers profitent d'une vague de mesures de relance depuis des décennies. Dans ces conditions, le modèle traditionnel de répartition 60/40, qui prévoit une composante d'actions à risque élevé, peut donner de très bons résultats. Toutefois, il faut commencer à se demander comment réagira ce modèle de placement lorsque toutes les mesures de relance seront retirées. Quand je dis que nous assistons à une transformation générationnelle, je parle de cela.

PA : D'accord. Donc, nous assistons à un changement de contexte. Quelle est la marche à suivre?

En résumé, investir, c'est prendre des décisions. Pourtant, trop souvent, les investisseurs sont mis dans une position où leur prise de décisions ne s'appuie pas sur un processus formalisé, donc leurs décisions manquent de cohérence. Et la cohérence est absolument

essentielle. Ce qui compte, ce n'est pas ce que vous pensez, mais comment vous réfléchissez sur une base régulière. N'importe qui peut prendre une ou deux mauvaises décisions et obtenir un bon résultat, mais, à long terme, on ne peut pas prendre une série de mauvaises décisions et obtenir de bons résultats.

Notre solution? Créer une philosophie de placement, un ensemble de principes directeurs qui fonctionnera dans un monde en constante évolution et dont les changements ont souvent des répercussions spectaculaires sur les marchés financiers. C'est ce que nous appelons la gestion prioritaire des risques et cette philosophie sous-tend notre processus de prise de décisions. Plus important encore, nos clients savent que nous prendrons nos décisions avec assurance, en particulier quand des événements créent de l'incertitude.

Parlons Argent : Donc tout est dans la prise de décisions. Pouvez-vous me donner un exemple de la manière dont ce processus fonctionne?

Examinons le premier principe : *Innover et se tourner vers l'avenir*

De nombreux investisseurs font la même erreur; ils se rendent dans une librairie, à la recherche d'un livre qui leur donnera une méthode infaillible pour réussir leurs placements. Ils se disent qu'en suivant la stratégie recommandée, ils réussiront. L'ennui, c'est que l'élément important n'est pas la stratégie ni le style. Ce qui compte, ce sont les circonstances. Les stratégies que l'on trouve dans les livres fonctionnent peut-être, mais elles ne seront probablement efficaces que dans des circonstances particulières. Presque toutes les stratégies qui donnent de bons résultats sont fondées sur les circonstances et non sur des attributs. Autrement dit, toutes les stratégies ont besoin d'un certain contexte pour être efficaces.

À présent, voyons comment cela se passe. La vaste majorité des investisseurs suivent une stratégie qui commence par l'examen des données récentes, aux fins de validation. Dans mon domaine, nous faisons beaucoup de revues et de propositions de portefeuilles. Pour ce qui est des propositions, quand on arrive à l'étape de la solution, donc après avoir construit un portefeuille en fonction des objectifs et priorités du client et après avoir analysé les facteurs comportementaux, on nous pose presque toujours la même question frustrante : « Quels résultats cette stratégie a-t-elle produits dans le passé? »

Tout un secteur d'activité a été créé pour répondre à cette question. Des consultants, des conseillers et des gestionnaires de portefeuille extrapolent les rendements passés, généralement ceux des cinq à dix dernières années, pour valider une approche de placement. Et c'est le genre de validation auquel je m'oppose énergiquement. Comme le dit ce proverbe des Maritimes, « On ne dirige pas un bateau en suivant le sillage ».

Dans le monde entier, cette philosophie de construction et de gestion des portefeuilles est appliquée dans les bureaux de placement, dans les salles de conseils d'administration et à la table de la cuisine, tous les jours. C'est exaspérant parce que ce genre

Pour en savoir davantage :

Gestion prioritaire des risques



de pratique acceptée fonctionne bien en théorie, mais elle échoue une fois mise à exécution.

Le problème vient de la finance traditionnelle. Les fondateurs de la finance moderne considèrent que le système économique répond à des lois, comme le ferait une machine ou un système fermé. Ce mode de pensée est profondément défaillant. Nous vivons dans un monde peuplé d'humains, qui apprennent et s'adaptent tout au long de leur vie. Dans le jargon scientifique, nous sommes des agents dans un système adaptatif complexe. Nous modifions notre environnement par nos actions et ce nouvel environnement nous incite à nous adapter en modifiant nos actions, ce qui crée de nouveaux environnements, et ainsi de suite.

La méthode traditionnelle utilisée pour la revue, la construction et la gestion de portefeuilles présente un autre point faible. Elle expose deux de nos erreurs de jugement les plus courantes : le biais de récence et le biais de confirmation.

Les choses familières nous rassurent et quand ces biais sont renforcés par des rendements récents élevés, mais attribuables aux circonstances, le niveau de confort augmente et cela peut entraîner un enracinement de la pensée.

DÉFINITIONS

SYSTÈME FERMÉ

Également qualifié d'« isolé », ce système n'interagit pas avec les facteurs externes et n'est pas influencé par eux. Généralement, un système fermé est de nature physique ou mécanique. Il est souvent utilisé dans les expériences scientifiques pour exclure les facteurs externes pouvant fausser les conclusions.

SYSTÈME COMPLEXE OUVERT

Système composé d'un réseau de systèmes qui interagissent les uns avec les autres et avec des facteurs externes. Par exemple, les villes comprennent plusieurs systèmes internes, mais peuvent aussi interagir avec des forces et éléments externes. Un tel système peut être de nature physique, sociologique ou biologique.

BIAIS DE RÉCENCE

Tendance des investisseurs à fonder leurs attentes de rendement pour leur portefeuille sur les perceptions ou les résultats récents. Les marchés étant influencés par l'évolution des conditions économiques et d'autres facteurs imprévisibles, ces attentes peuvent se révéler erronées.

BIAIS DE CONFIRMATION

Tendance des investisseurs à rechercher de l'information qui corrobore leur propre vision du monde. Les investisseurs écartent inconsciemment les faits et opinions qui pourraient être utiles, mais qui ne correspondent pas à leurs idées préconçues. Ce biais peut mener à de mauvaises décisions de placement.

Comme l'a si bien dit le grand économiste John Maynard Keynes [traduction] : « L'économie est une science du raisonnement à partir de modèles alliée à l'art de choisir des modèles pertinents pour le monde contemporain. Elle est portée à le faire parce que, à la différence des sciences naturelles, la matière à laquelle elle s'applique est, à de nombreux égards, non homogène dans le temps. »

Donc un adepte de la méthode traditionnelle axée sur le passé considère le marché presque comme une machine et, quand il apporte des ajustements, il examine les pièces qui ont permis le fonctionnement de cette machine dans le passé récent et conclut que ces mêmes pièces sont nécessaires pour qu'elle continue de fonctionner.

Faisons un retour en arrière

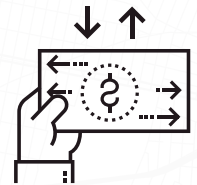
Remontons environ 40 ans en arrière, à une époque et une conjoncture économique différentes, pour examiner les conséquences que peut avoir une telle logique erronée sur la gestion de portefeuille.



Investisseur



Faire fructifier et protéger



Époque de volatilité

Imaginez un conseiller qui reçoit en rendez-vous un investisseur durant une époque de volatilité, marquée par une transformation majeure de l'économie mondiale. Nous prendrons comme exemple janvier 1980. À l'époque, la conjoncture économique était désastreuse. L'économie américaine subissait le contrecoup de la révolution iranienne de 1979, qui avait fait grimper en flèche les prix du pétrole. L'inflation était galopante et, pour la contrer, la Réserve fédérale américaine relevait énergiquement les taux d'intérêt. Les ventes d'habitations étaient en chute libre, le chômage et la criminalité étaient élevés, la désindustrialisation des États-Unis battait son plein et le terme « Rust Belt » faisait son apparition. Pour couronner le tout, les Rolling Stones venaient de sortir un album aux accents disco baptisé *Emotional Rescue*. La fin du monde était proche.

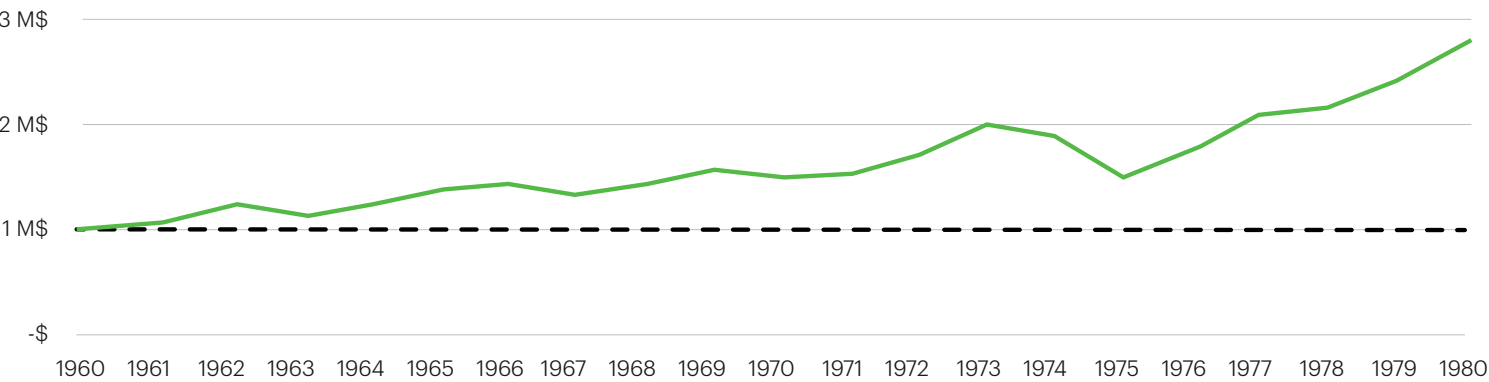
Données utilisées :

Du 31 déc. 1959
au 31 déc. 1979

À partir du profil risque-rendement de l'investisseur, le conseiller construit un portefeuille conforme au modèle de répartition traditionnelle, soit 60/40. En s'appuyant sur les données allant du 31 décembre 1959 au 31 décembre 1979, le conseiller présente à l'investisseur le profil risque-rendement, c'est-à-dire un rendement (non corrigé de l'inflation) de 5,4 % sur 20 ans (figure 3), un ratio de Sharpe de 0 et un écart-type de 9,5. Dans un souci de transparence, le conseiller mentionne que ce portefeuille a inscrit une perte de 19,6 % en 1974. Il indique aussi que le portefeuille a obtenu un rendement corrigé de l'inflation presque nul, puisque son rendement réel s'est établi à 0,3 % (figure 3), ainsi qu'un ratio de Sharpe négatif.

Des décennies de marasme

Figure 1 – Portefeuille traditionnel, composé à 60 % d'actions et à 40 % de titres à revenu fixe - Croissance de 1 000 000 \$, de 1960 à 1980 (nominale)



Données corrigées de l'inflation

Figure 2 – Portefeuille traditionnel, composé à 60 % d'actions et à 40 % de titres à revenu fixe - Croissance de 1 000 000 \$, de 1960 à 1980 (réelle)

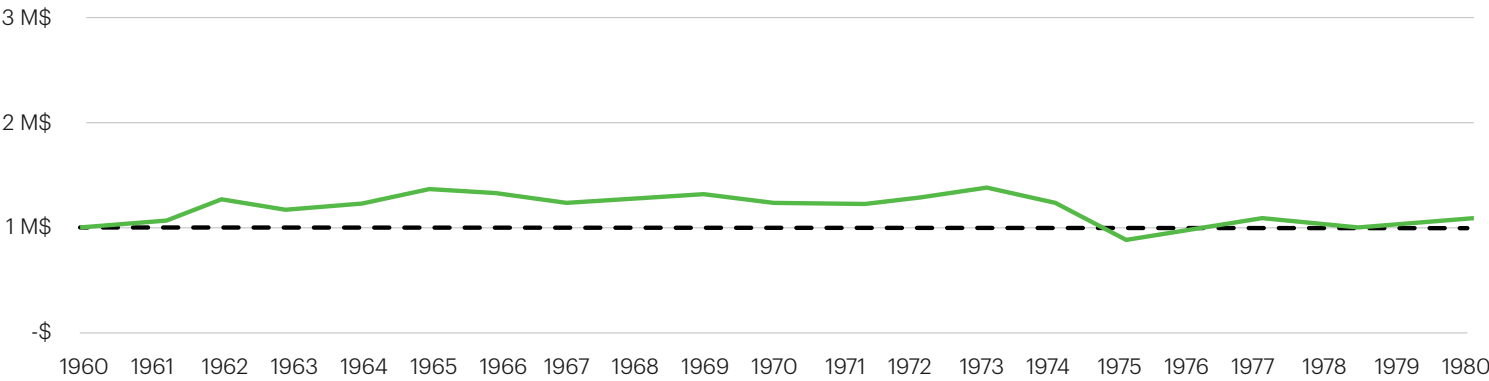


Figure 3 – Portefeuille traditionnel, composé à 60 % d'actions et à 40 % de titres à revenu fixe - Croissance de 1 000 000 \$, de 1960 à 1980 (comparaison nominale/réelle)

Portefeuille traditionnel 60/40 (données nominales)		Portefeuille traditionnel 60/40 (données réelles)	
Rendement :	5,4 %	Rendement :	0,3 %
Écart-type :	9,5 %	Écart-type :	10,1 %
Ratio de Sharpe :	0,0	Ratio de Sharpe :	-0,5

Données annualisées, 31 décembre 1959 - 31 décembre 1979

Données annualisées, 31 décembre 1959 - 31 décembre 1979

Le portefeuille traditionnel, composé à 60 % d'actions et à 40 % de titres à revenu fixe accorde une pondération de 30 % à l'indice composé S&P/TSX (rendement des cours), une pondération de 30 % à l'indice S&P 500 (rendement des cours) et une pondération de 40 % à l'indice obligataire universel FTSE TMX Canada (RG). Sources : Bloomberg, PIMCO, Conseil des normes de planification financière, Morningstar, Banque du Canada

« Et ce moment arrive »

À présent, mettez-vous à la place de l'investisseur. Disons qu'il s'agit d'une femme. Alors qu'elle se rend à son rendez-vous, elle s'arrête à la pompe pour remplir le réservoir gourmand de sa Ford Country Squire Wagon, modèle de 1978, qui pèse 4 881 livres et mesure 5,73 mètres. En attendant son tour, elle écoute le nouvel album de Bruce Springsteen, intitulé *The River*, sur cartouche 8 pistes. La tonalité sombre de cet album, qui parle de l'angoisse des cols bleus, lui fait penser à son beau-frère, qui vient de perdre son emploi à Allentown, en Pennsylvanie, et aux querelles qu'elle a avec son mari au sujet d'un soutien financier.

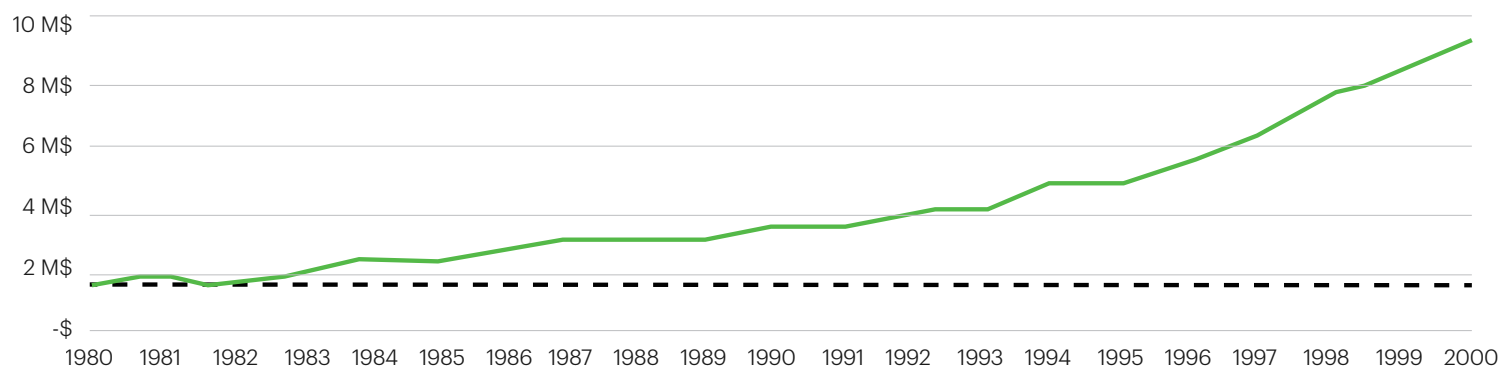
Peu après, tandis qu'elle patiente dans les bureaux de la société de gestion de placements, elle feuillette le numéro d'août 1979 de *Business Week*, dont l'article-vedette annonce « la mort des marchés boursiers ». Cet article de fond examine la performance des actions et laisse entendre qu'elles enregistrent de mauvais rendements depuis si longtemps que, en tant que catégorie d'actif, elles sont peut-être devenues obsolètes.

L'investisseuse se rend dans le bureau du conseiller, notant au passage le nombre élevé de bureaux vides, et ils s'assoient pour passer en revue une proposition de portefeuille traditionnel 60/40. Et le moment arrive. L'investisseuse pose la sempiternelle question : « Quels résultats cette stratégie a-t-elle produits dans le passé? »

Si elle avait examiné le rendement des actions à l'aide des outils de validation d'aujourd'hui, son amygdale cérébrale aurait pris le dessus, passant en mode attaque-fuite, et l'investisseuse aurait probablement pris ses jambes à son cou. En réalité, si elle avait lutté contre ses biais comportementaux et suivi la recommandation du conseiller, ignorant 20 années de données passées, elle aurait obtenu un excellent rendement ajusté au risque et corrigé de l'inflation pendant les deux décennies qui ont suivi (figure 5).

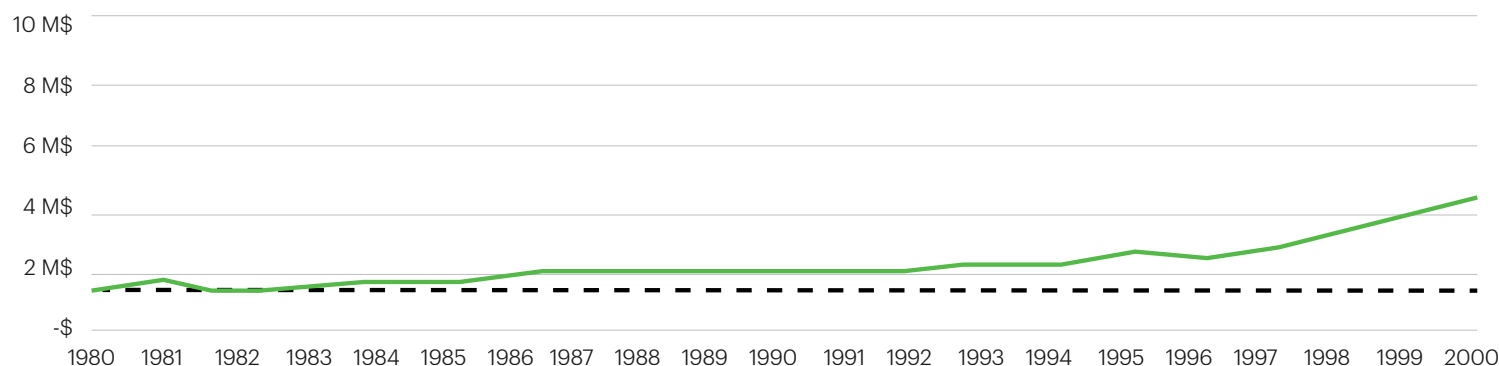
Des décennies de vitalité

Figure 4 – Portefeuille traditionnel, composé à 60 % d'actions et à 40 % de titres à revenu fixe - Croissance de 1 000 000 \$, de 1980 à 2000 (nominale)



Données corrigées de l'inflation

Figure 5 – Portefeuille traditionnel, composé à 60 % d'actions et à 40 % de titres à revenu fixe - Croissance de 1 000 000 \$, de 1980 à 2000 (réelle)



Le portefeuille traditionnel, composé à 60 % d'actions et à 40 % de titres à revenu fixe accorde une pondération de 30 % à l'indice composé S&P/TSX (rendement des cours), une pondération de 30 % à l'indice S&P 500 (rendement des cours) et une pondération de 40 % à l'indice obligataire universel FTSE TMX Canada (RG). Sources : Bloomberg, PIMCO, Conseil des normes de planification financière, Morningstar, Banque du Canada

Voici ce qui arrive dans un système adaptatif complexe

Figure 6 – Rendement annualisé d'un portefeuille traditionnel, composé à 60 % d'actions et à 40 % de titres à revenu fixe (nominal)

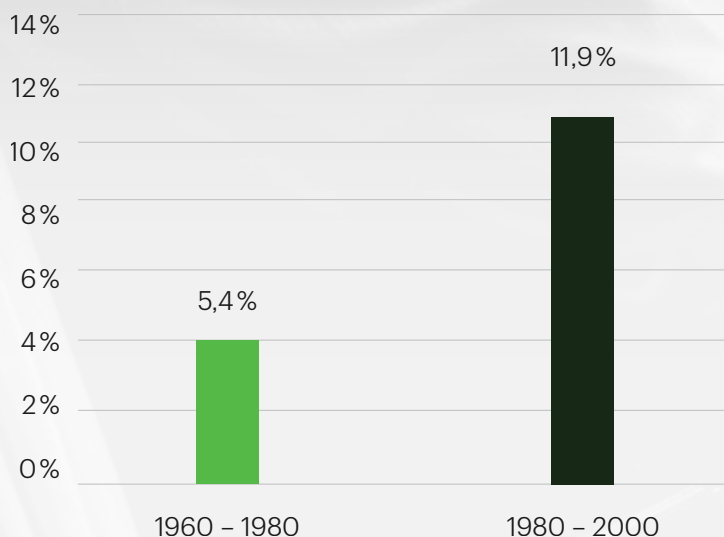
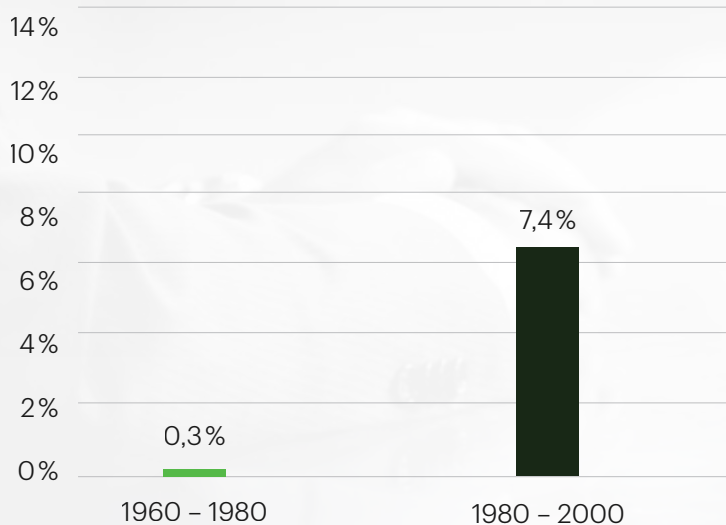


Figure 7 – Rendement annualisé d'un portefeuille traditionnel, composé à 60 % d'actions et à 40 % de titres à revenu fixe (réel)

Données corrigées de l'inflation :



Le portefeuille traditionnel, composé à 60 % d'actions et à 40 % de titres à revenu fixe accorde une pondération de 30 % à l'indice composé S&P/TSX (rendement des cours), une pondération de 30 % à l'indice S&P 500 (rendement des cours) et une pondération de 40 % à l'indice obligataire universel FTSE TMX Canada (RG). Sources : Bloomberg, Conseil des normes de planification financière, Morningstar, Banque du Canada

Vous l'avez deviné : passage en mode attaque-fuite.

Prenons un autre exemple. Dix ans plus tard, à la fin des années 1980, notre investisseuse commence à entendre parler de ce nouveau placement, le fonds de couverture. Même si le fonds de couverture n'est pas vraiment nouveau à l'époque (le premier a été créé en 1949), il a dû attendre les années 1980 pour entrer dans le langage populaire et devenir un produit grand public pour un nombre croissant de fournisseurs.

Néanmoins, le 31 décembre 1989, le secteur des fonds de couverture était relativement modeste et n'avait rien du géant d'aujourd'hui, qui pèse plus de 3 000 milliards de dollars et gère des actifs pour le compte d'investisseurs institutionnels et individuels. L'investisseuse a entendu dire que ces types de placements ne dépendent pas seulement de la hausse des marchés boursiers ou de la baisse des taux d'intérêt (le principal facteur de rendement du modèle traditionnel 60/40), ce qui fait d'eux une excellente source de diversification.

C'est de plus en plus important parce que, à la différence des années 1980, quand nous avons fait sa connaissance, les choses vont plutôt bien pour l'investisseuse à ce moment-là. Elle est plus âgée et se trouve au sommet de sa carrière. Elle gagne bien sa vie et la préservation du patrimoine est de plus en plus importante pour elle. Elle est plutôt satisfaite de sa vie et son beau-frère se débrouille bien, puisqu'il a obtenu un emploi dans une société du nom de Microsoft, dans l'État de Washington.

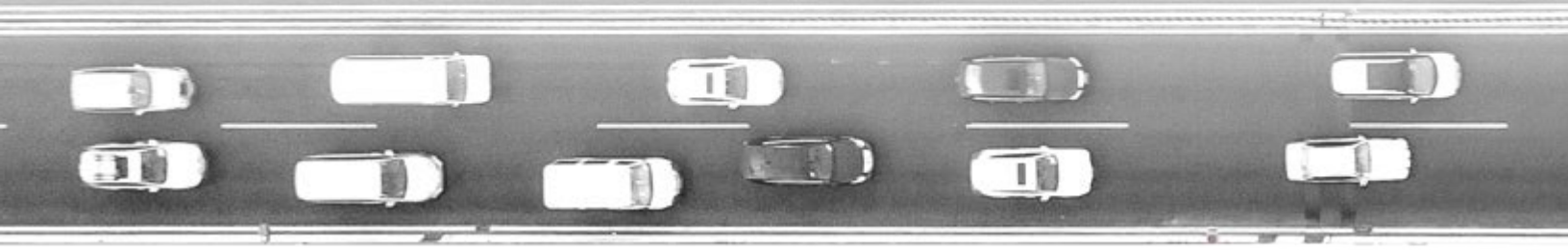
L'investisseuse est propriétaire d'une BMW neuve, véhicule de construction allemande dont la popularité continue de croître, grâce à l'évolution des goûts et à des politiques commerciales de plus en plus souples à l'échelle mondiale. Moins gourmande en carburant que sa vieille Ford Wagon, la BMW est équipée d'un lecteur de CD qui diffuse le son enveloppant des Milli Vanilli. Plus tard, elle entendra parler du scandale des voix préenregistrées qui a éclaboussé ce duo et qui sera une des premières leçons de sa génération à propos des nouvelles technologies : elles ont des avantages, mais il y a un prix à payer.

Bien entendu, l'investisseuse continue d'évoluer avec le monde qui l'entoure. Comme au début des années 1980, un grand changement est en marche, notamment dans le secteur des services financiers. La chute du mur de Berlin, en novembre 1989, a mis fin à la guerre froide. Une étonnante conséquence de cela a été que, parmi les brillants mathématiciens qui exerçaient dans le secteur de la défense, plusieurs ont commencé à regarder ailleurs. Certains se sont tournés vers le secteur des services financiers. C'est ce qui se produit dans un système adaptatif complexe. Des compétences qui étaient utiles dans un milieu deviennent encore plus utiles dans un autre milieu et l'agent, en l'occurrence un mathématicien, s'adapte.

C'est à peu près à cette époque que l'on a commencé à utiliser les méthodes quantifiées (ce que l'on appellerait aujourd'hui les mégadonnées) pour la construction des portefeuilles. Une fois encore, le conseiller rencontre notre investisseuse hypothétique et procède à une revue de portefeuille hypothétique, ce qui mène à une discussion sur l'intérêt pour l'investisseuse de recourir à des stratégies de fonds de couverture afin de bonifier ses rendements et de réduire le risque. C'est alors que survient l'inévitable question : « Quels résultats cette stratégie a-t-elle produits dans le passé? »

En l'occurrence, il n'existe pas d'antécédents de longue date et la réaction est prévisible : « Pas d'antécédents de longue date? Dans ce cas, cela ne peut pas être validé. » Les biais de récence et de confirmation entrent en scène et, vous l'avez deviné, l'investisseuse passe en mode attaque-fuite. Une fois encore, elle rejette la proposition.

Vingt ans plus tard

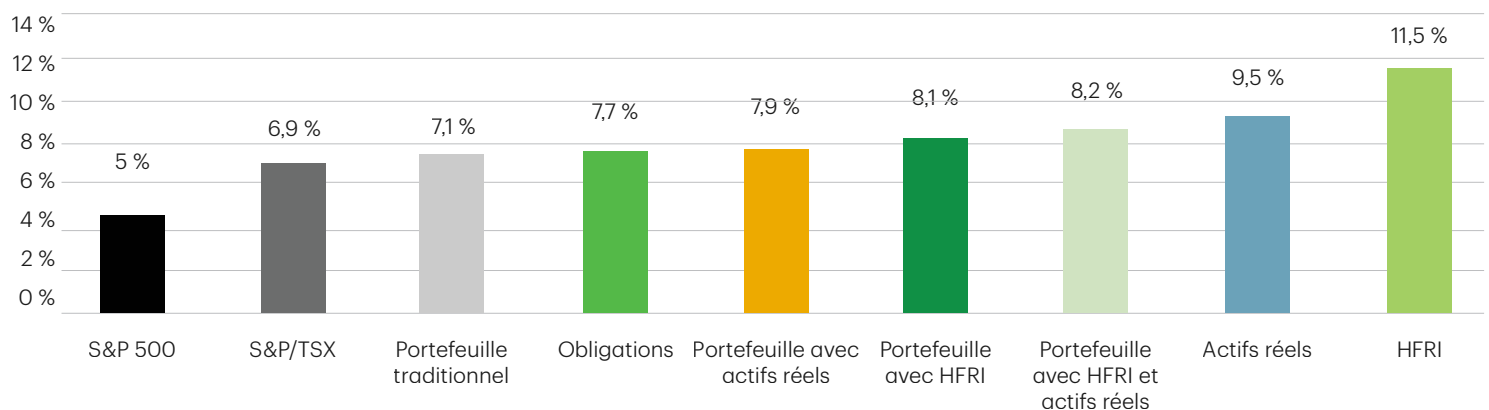


Quelque 20 ans plus tard, en 2009, on procède à une nouvelle revue. Et quand on compare individuellement les rendements de l'indice de cette stratégie à ceux des composantes d'actions et d'obligations du portefeuille traditionnel, on constate que les résultats sont très satisfaisants (figure 8). Au chapitre des rendements, la catégorie d'actif qui arrive au deuxième rang est celle des actifs réels et, peut-être plus intéressant encore, les portefeuilles incluant des fonds de couverture et des actifs réels, individuellement ou collectivement, ont largement contribué à l'accroissement des rendements et à la réduction de la volatilité,

comparativement au portefeuille traditionnel et à la composante d'actions du portefeuille. Les actifs réels sont des biens physiques appréciés pour leur valeur intrinsèque, comme l'immobilier, les infrastructures, les produits de base, le bois d'œuvre et les terres agricoles. Ils sont une source de diversification pour le portefeuille, de par leur faible volatilité et leurs intéressants rendements ajustés au risque. Ils offrent également une protection contre l'inflation, car leurs flux de trésorerie ont tendance à augmenter en période d'inflation.

Où est l'argent?

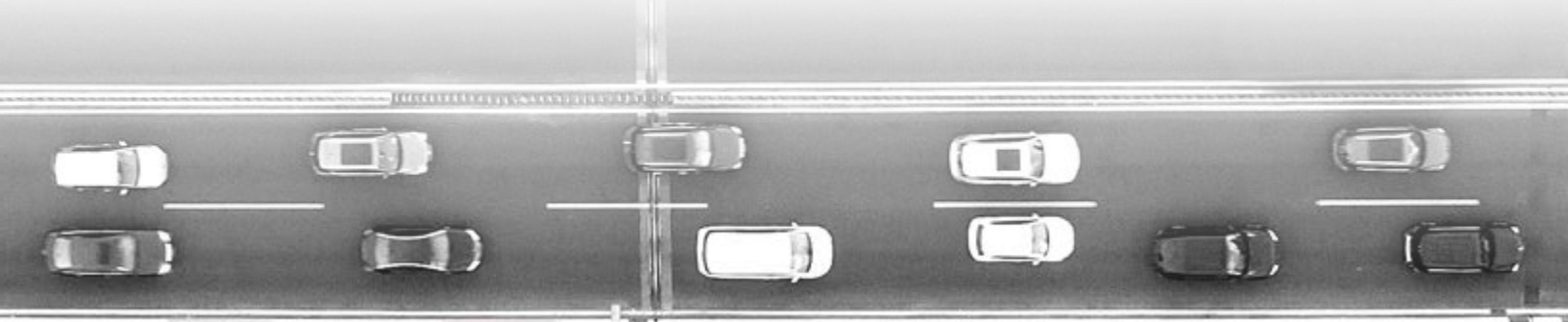
Figure 8 – Rendements annualisés, de 1992 à 2009



HFRI : indice composé pondéré HFRI (indice de fonds de couverture)

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

Innover et se tourner vers l'avenir

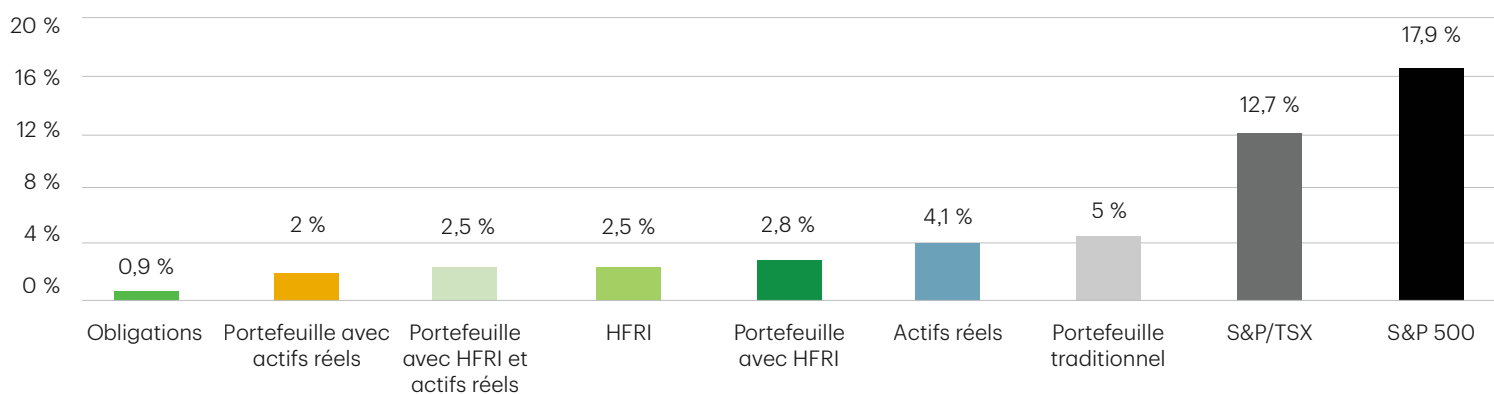


Les rendements de placement sont importants, mais nous tenons également compte de l'indice des pertes (figure 9), qui mesure l'ampleur, la durée et la fréquence des pertes associées à un placement. Dans ce cas, le risque mesuré est le risque de non-préservation du capital. Plus le chiffre est bas, mieux c'est : une valeur nulle indique qu'un placement n'a jamais subi de perte. Pour ce qui est de la performance au regard de l'indice des pertes, les fonds de couverture et les actifs réels étaient respectivement aux deuxième et troisième rangs des catégories d'actif individuelles, derrière les obligations canadiennes, et chacun des portefeuilles qui incluaient des fonds de couverture et des actifs réels présentait un risque de perte inférieur à celui du portefeuille traditionnel 60/40. C'est en soi un avantage considérable, mais ce n'est pas tout! La philosophie de gestion prioritaire des risques de Gestion de patrimoine TD se distingue notamment par son

innovation et sa capacité à regarder vers l'avant. Les taux d'intérêt se trouvant à des plateaux quasi records, la performance des obligations canadiennes au regard de l'indice des pertes est appelée à évoluer. Cela contraste nettement avec la performance des actifs réels, fondée sur l'offre et la demande, qui serait considérable dans un contexte où les pouvoirs publics, à l'échelle de la planète, auront à renouveler des infrastructures essentielles. En 2016, le McKinsey Global Institute prévoyait que l'investissement en infrastructures (ports, aéroports, chemins de fer, équipements liés à l'eau, télécommunications, routes, électricité, etc.) s'élèverait à 42 000 milliards de dollars américains sur les 15 prochaines années. Ces caractéristiques de performance passées, ajoutées à des perspectives favorables, expliquent pourquoi ce type d'actif est devenu la nouvelle norme.

Où sont les pertes?

Figure 9 – Indice des pertes, de 1992 à 2009



HFRI : indice composé pondéré HFRI (indice de fonds de couverture)

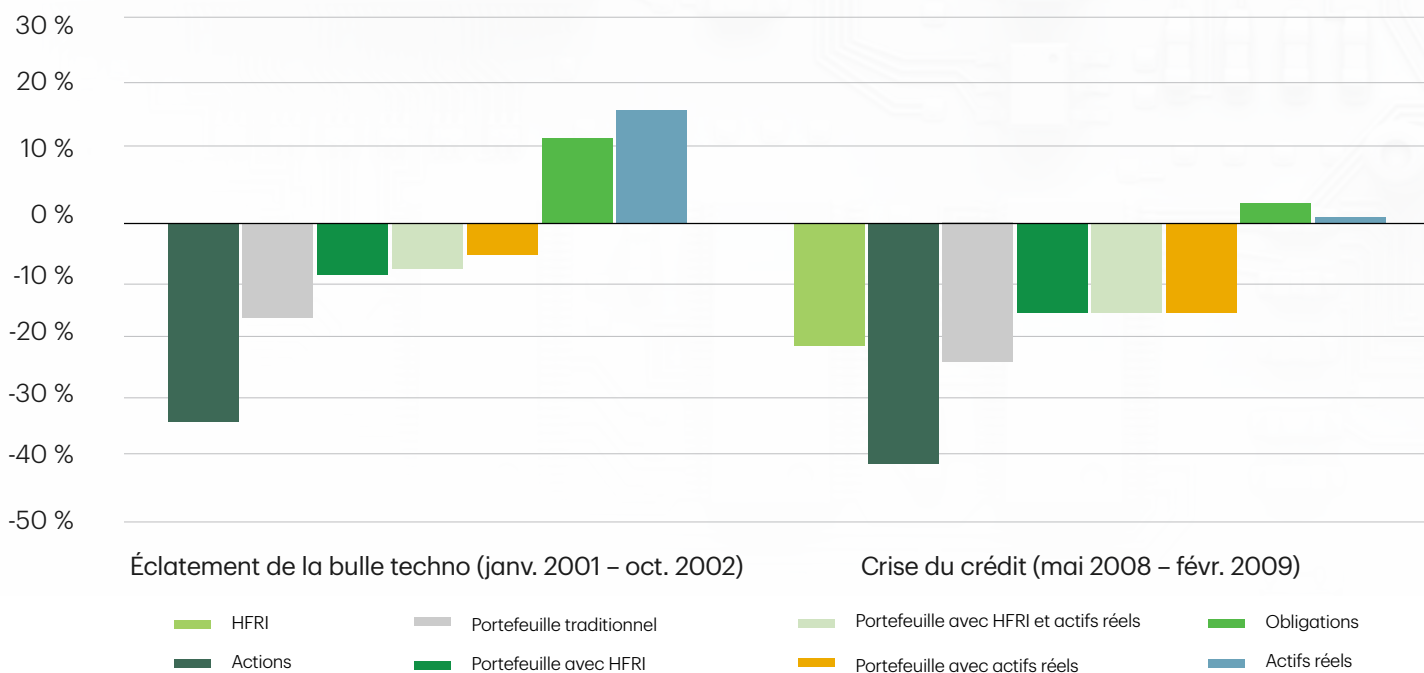
Le portefeuille avec HFRI accorde une pondération de 20 % à l'indice composé S&P/TSX (RG), une pondération de 20 % à l'indice S&P 500 (RG), une pondération de 40 % à l'indice obligataire universel FTSE TMX Canada (RG) et une pondération de 20 % à l'indice composé pondéré HFRI. La composante d'obligations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

Éclatement de la bulle techno – Crise du crédit

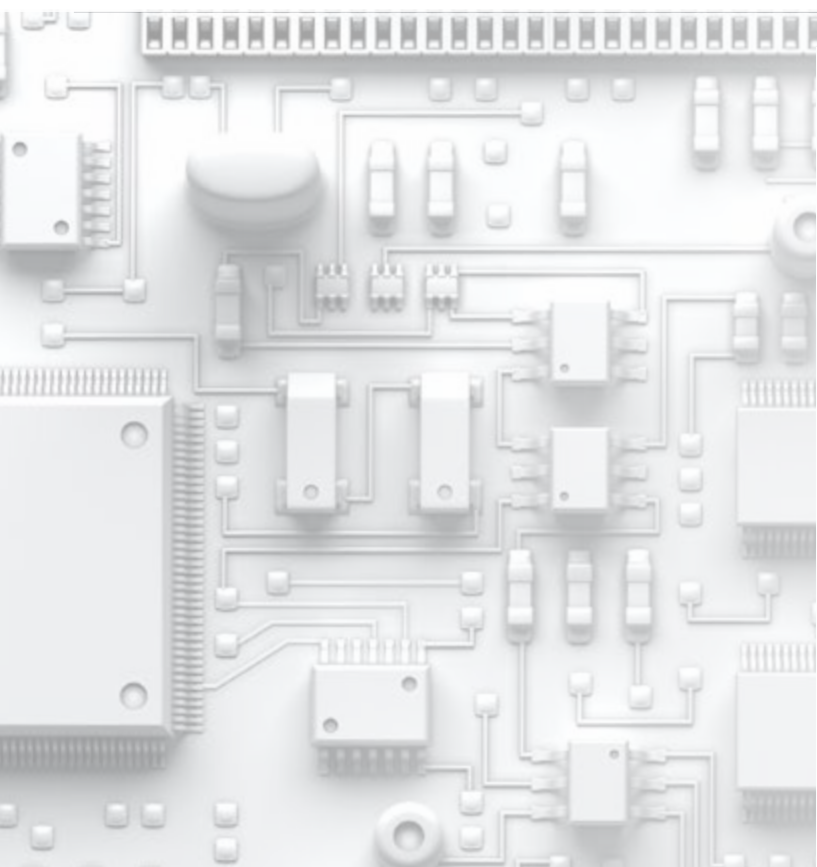
Une fois encore, dans un souci de transparence, le conseiller présente les rendements obtenus par le portefeuille lors des événements qui ont créé la surprise au cours de la période, à savoir l'effondrement des valeurs technologiques au début des années 2000 et la grande crise de la dette en 2008. Au cours de ces deux périodes, les portefeuilles qui incluaient des fonds de couverture et des actifs réels ont fourni une meilleure protection que le portefeuille traditionnel et les actions, individuellement (figure 10).

Points d'ancrage dans la tourmente

Figure 10 – Pertes subies durant l'éclatement de la bulle techno et la crise du crédit



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



Parlons Argent : Il s'agit donc de ne pas se fonder uniquement sur l'expérience récente. Comment procédez-vous actuellement?

Voilà, la boucle est bouclée. Selon notre analyse, nous assistons aujourd'hui à une transformation générationnelle qui s'apparente à celle des années 1980. Par conséquent, utiliser les données des dix dernières années pour orienter nos futures décisions stratégiques est probablement une très mauvaise idée.

Voici comment les choses se sont passées lorsque la grande crise du crédit a torpillé l'économie mondiale, en 2008 : D'abord, les banques centrales ont assoupli leurs politiques monétaires respectives, mais cela n'a pas suffi pour redonner vie à l'économie mondiale. Elles ont donc adopté des mesures supplémentaires d'urgence, jusque-là inédites et connues sous le nom de programme d'assouplissement quantitatif, qui visaient à stimuler encore l'économie.

Le résultat? Les taux d'intérêt ont baissé, propulsant les rendements obligataires vers le haut. Les marchés du crédit se sont nivelés, toutes les obligations étant à peu près égales en termes de risque, ce qui a fait grimper les rendements des obligations non gouvernementales. Les épargnants ont été pénalisés et les actifs risqués ont été largement récompensés, ce qui a stimulé les rendements boursiers. Nous avons assisté à une distorsion des évaluations, à une suspension de la volatilité et à la création d'un marché financier influencé par l'État, dont les participants ont compris qu'ils ne pouvaient jamais perdre.

En résumé, nous avons créé les conditions parfaites pour le portefeuille traditionnel 60/40.

PA : Quelle orientation allez-vous prendre?

Bien entendu, nous restons fidèles à notre philosophie de placement. Par souci de simplicité, nous allons rappeler trois de nos principes directeurs. Premièrement : innover et se tourner vers l'avenir. Deuxièmement : tenir compte de la nature humaine. Troisièmement : atténuer les risques externes et internes.

Commençons par « innover et se tourner vers l'avenir ». À la fin du printemps, nous avons publié un article intitulé *Le glas de la « nouvelle ère »?*, dans lequel nous avons conclu que, face aux quatre grands thèmes (Trump, le commerce extérieur, les taxes et la technologie),

« il est difficile de ne pas se dire que la thèse de la nouvelle ère n'a plus lieu d'être ».

Nous écrivions ensuite que « des faits laissent néanmoins croire qu'il n'y aura pas de retour en arrière : la mondialisation se poursuit, l'interdépendance est forte et la technologie continuera de transformer nos vies. Nous n'avons toutefois pas atteint la perfection. Dans un monde ouvert et complexe, la seule certitude est l'incertitude. Une inflation plus forte et une hausse considérable des taux d'intérêt sont des scénarios certes improbables, mais possibles. Le crédit peut se resserrer et les écarts de taux s'élargir quand on s'y attend le moins. Les progrès rapides de la technologie continueront de donner lieu à des défis éthiques et, malgré notre préférence pour les rendements linéaires, des sociétés feront faillite, des pays vacilleront et les marchés financiers devront composer avec la volatilité qui en résultera ».

On ne pourra bientôt plus compter sur l'effet stimulant qu'ont les politiques monétaires sur les rendements de portefeuille. Par conséquent, l'utilisation du modèle traditionnel 60/40 comme unique stratégie touche aussi à sa fin parce que le succès de cette stratégie dépend des circonstances de la conjoncture, pas des attributs de la stratégie en tant que telle.

Nous devons tenir compte de la nature humaine et ce faisant, bousculer nos biais cognitifs. Nous avons déjà parlé de deux d'entre eux : le biais de récence et le biais de confirmation. Il y a aussi le biais d'excès de confiance. Après dix années d'excellents rendements, les investisseurs peuvent surestimer leur propre capacité à produire les résultats escomptés, mais les marchés financiers sont cycliques : ils comportent des phases d'essor et des phases de crise.

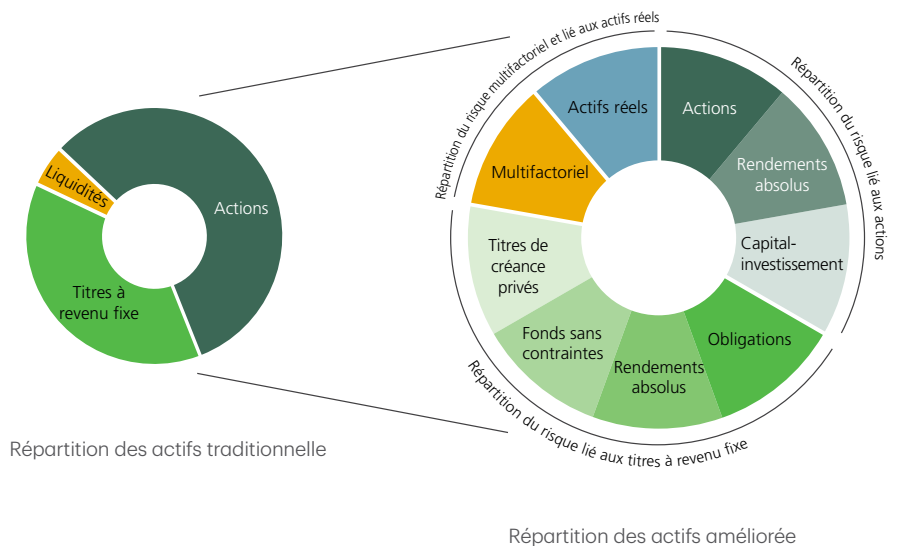
« Comment atténuer les pertes? »

Sur le plan professionnel, nous sommes dirigés par toute une génération de gestionnaires de portefeuille qui n'ont jamais travaillé dans un contexte de volatilité des marchés. Nous sommes de moins en moins nombreux à vraiment nous souvenir de la façon dont on gère l'argent dans un contexte différent. C'est pourquoi nous avons décidé de passer à la vitesse supérieure et de bâtir les portefeuilles en fonction de ce qui nous attend. C'est là que notre troisième principe entre en jeu : atténuer les risques externes et internes.

Nous atténuons le risque externe en ajoutant un plus grand nombre de stratégies à nos portefeuilles de placement (figure 11). Tout d'abord, s'il y a lieu, nous utilisons des stratégies de fonds de couverture. Cela présentera quelques difficultés parce que les données des dix dernières années ne sont pas si bonnes. Toutefois, selon nous, la conjoncture qui se dessine est idéale pour bon nombre de ces stratégies, en particulier les positions acheteur/vendeur neutres au marché sur actions et les positions acheteur/vendeur sur titres de créance, ce qui s'apparente à la conjoncture observée au cours de la période de dix ans terminée en 2008 (figure 13).

Répartition des actifs améliorée

Figure 11 – Répartition selon une gestion prioritaire des risques (en surface)



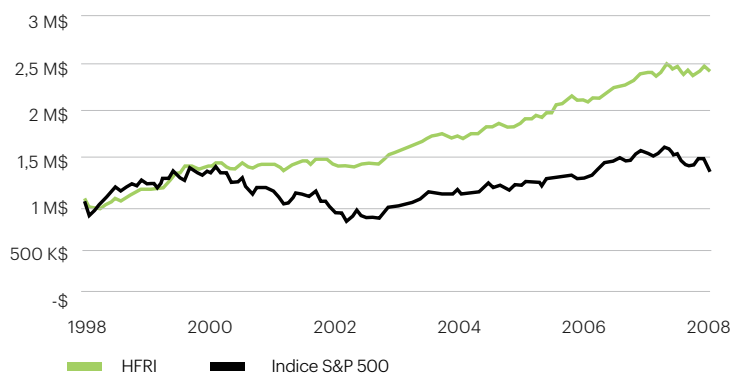
Répartition des actifs traditionnelle

Répartition des actifs améliorée

Comparaison entre l'indice S&P 500 et les stratégies de fonds de couverture

Figure 12 – Rendement supérieur de l'indice HFRI et rendement inférieur de l'indice S&P 500

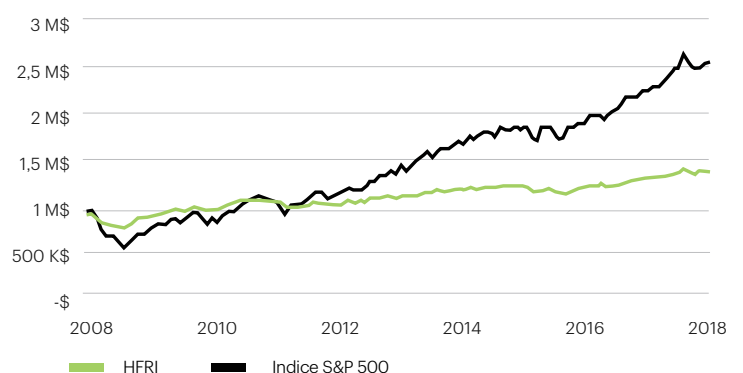
Avant 2008



Source : Bloomberg Finance L.P.

Figure 13 – Rendement inférieur de l'indice HFRI et rendement supérieur de l'indice S&P 500

Depuis 2008



Source : Bloomberg Finance L.P.

« Dans quoi dois-je investir pour obtenir un rendement? »

Nous allons aussi accroître nos placements en actifs réels, qui ont généralement un profil de rendement complémentaire à celui des actions et des obligations. Ils présentent plusieurs caractéristiques très intéressantes. Ils sont très stables et génèrent des flux de trésorerie réguliers, qui s'appuient sur des revenus contractuels ou liés à des activités réglementées, et sur des marges d'exploitation favorables. Ils procurent généralement un revenu courant fiable et une appréciation du capital à long terme. Comme ils sont sensibles à la croissance économique, ils présentent un important potentiel de hausse. Ils profitent d'une dynamique de croissance favorable, en particulier de fortes tendances fondamentales. Enfin, ils procurent une protection contre l'inflation, car leurs flux de trésorerie ont tendance à augmenter en période d'inflation.

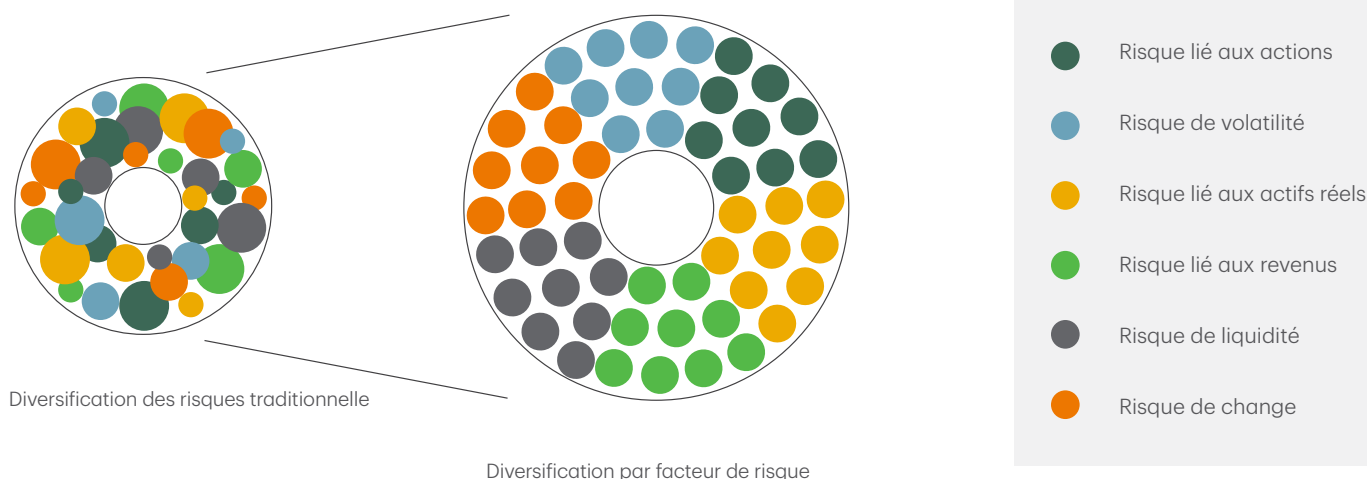
Par ailleurs, en tant qu'entreprise, nous prêchons par l'exemple. En juillet 2018, la TD a annoncé l'acquisition de Greystone Managed Investments Inc., société de gestion de fonds institutionnels dont le siège social est en Saskatchewan, pour environ 792 millions de

dollars, en actions et au comptant. Cette acquisition représente une hausse de 36 milliards de dollars de notre actif canadien sous gestion et une expertise en placements non traditionnels, notamment en immobilier, en prêts hypothécaires et en infrastructures.

Cette déclaration de mon collègue Bruce Cooper, chef de la direction et chef des placements de Gestion de Placements TD, résume parfaitement notre analyse : « Nous pensons que les taux d'intérêt resteront relativement faibles et, pour les épargnants, cela va représenter un défi. Dans quoi dois-je investir pour obtenir un rendement?... Nous pensons que les investissements dans l'immobilier et les infrastructures (qui peuvent générer des rendements et des revenus solides, supérieurs à ce que peut procurer, par exemple, une obligation du gouvernement du Canada) continueront de représenter une proposition intéressante. »

Diversification par facteur de risque

Figure 14 – Répartition selon une gestion prioritaire des risques (sous la surface)



« Par où les investisseurs doivent-ils commencer? »

Pour ce qui est de la réduction des risques internes, nous nous concentrerons sur les six grandes catégories suivantes : risques liés aux actions, aux actifs réels, à la volatilité, au revenu, à la liquidité et au taux de change.

Pour en savoir plus sur ces différentes stratégies et sur les facteurs de risque, je recommande vivement aux investisseurs de consulter notre livre blanc intitulé *La nouvelle norme*. Il se penche sur plusieurs des thèmes dont nous venons de parler et examine la manière dont nous gérons les profils risque-rendement en restant vigilants quant au « ratio des pertes », qui mesure l'ampleur, la fréquence et la durée des pertes.

**PA : Je crois que nous avons fait un bon tour d'horizon.
Par où les investisseurs doivent-ils commencer?**

Je sais que nous avons couvert de nombreux thèmes aujourd'hui. Je crois que, désormais, la clé de la réussite pour chaque investisseur sera de bien se connaître, de savoir où il se situe dans le monde et comment il prend ses décisions. Ne cessez jamais d'apprendre. Nous pensons que vous trouverez de nombreuses réponses dans notre document d'information sur la gestion prioritaire des risques. Procurez-vous un exemplaire et découvrez la manière dont vous réfléchissez.

Pour en savoir davantage :

La nouvelle norme



Renseignements importants

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

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

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

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

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

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

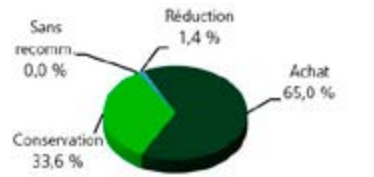
Recommandations fondées sur la recherche

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

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

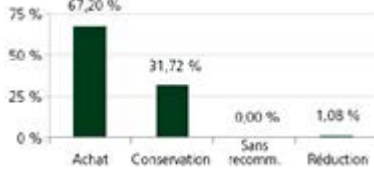
une offre précise visant les actions de la société. RÉDUCTION: Le rendement total de l'action devrait être négatif au cours des 12 prochains mois.

Répartition des recommandations



Pourcentage des sociétés visées dans chaque catégorie de recommandation – ACHAT (ce qui englobe MEILLEUR ACHAT, ACHAT et ACHAT SPÉCULATIF), CONSERVATION et RÉDUCTION (ce qui englobe DÉPÔT et RÉDUCTION).
Au 4 septembre 2018.

Services de placement fournis



Pourcentage des sociétés visées dans chacune des trois catégories (ACHAT, CONSERVATION et RÉDUCTION) pour lesquelles Valeurs Mobilières TD Inc. a fourni des services de placement au cours des 12 derniers mois.
Au 4 septembre 2018.

Cote de risque global dans une perspective d'augmentation du risque : faible (6,3 % des titres suivis), moyen (37,8 %), élevé (47,0 %), spéculatif (8,9 %).

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Toutes les marques de commerce appartiennent à leurs propriétaires respectifs.
^{MD} Le logo TD et les autres marques de commerce sont la propriété de La Banque Toronto-Dominion.

