

Stratégie qui change la donne

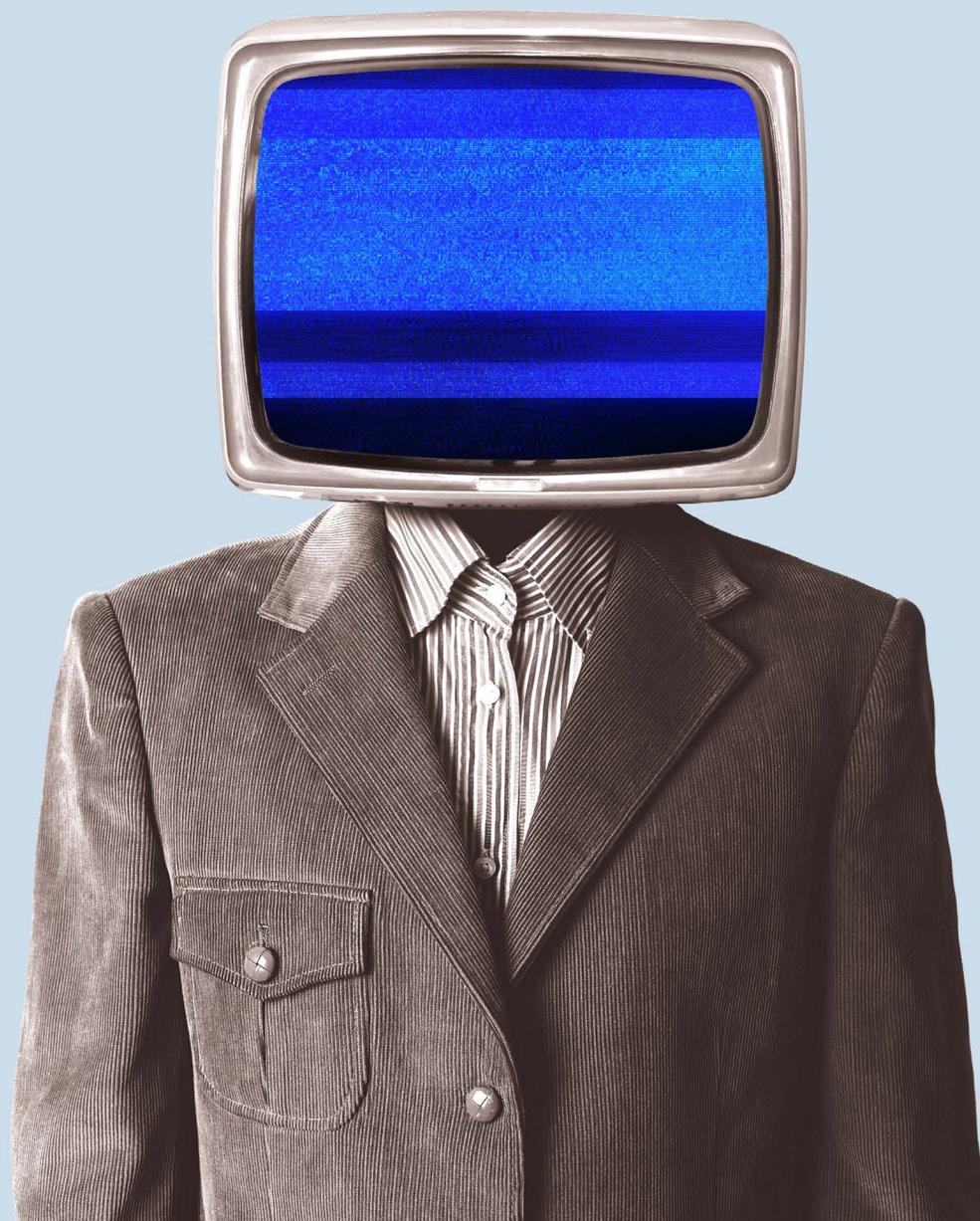
Perspectives mensuelles // Juin 2019



15 minutes

Dans ce numéro

Stratégie qui change la donne: Brad Simpson, stratège en chef, Gestion de patrimoine TD
Attentes: Liam O'Sullivan, chef de la gestion des portefeuilles clients, RP Investment Advisors
Tarte aux "Apple": Chris Blake, gestionnaire de portefeuille principal, Gestion de patrimoine TD
Tensions commerciales: Derek Burleton, économiste en chef adjoint, Services économiques TD



Qu'est-ce qu'une stratégie qui change la donne?

Brad Simpson, stratège en chef, Gestion de patrimoine et chef, Conseils en matière de portefeuilles et recherche sur les placements, Gestion de patrimoine TD



C'est enfin arrivé. James Holzhauer, joueur professionnel de Las Vegas qui a fait mordre la poussière à ses adversaires à l'émission *Jeopardy!*, a fini par perdre une partie. Après 32 victoires consécutives, Holzhauer a accumulé 2,46 millions de dollars et est venu bien près de battre le record absolu, en deux fois moins de temps. (Par comparaison, il a fallu 74 parties à Ken Jennings pour amasser 2,52 millions de dollars.)

Je dois admettre que je ne regarde pas cette émission de manière assidue, mais mon fils a piqué ma curiosité il y a quelques semaines lorsqu'il m'a relaté l'exploit de Holzhauer. « Papa, tu dois regarder ce gars », m'a-t-il dit, ébloui par la tactique peu conventionnelle de Holzhauer. « Il est en train de *changer la donne*. »

Le choix de ce terme était délibéré; mon fils sait que cette expression me fait réagir. Pourquoi? Parce qu'elle est trop souvent utilisée pour désigner quelqu'un qui obtient un succès quelconque, et non un succès phénoménal.

Quand on découvre quelqu'un qui change véritablement la donne, c'est magique. C'est comme regarder Wayne Gretzky changer de direction derrière le filet la première fois, entendre Bob Dylan jouer de la guitare électrique au festival de musique de Newport ou voir Steve Jobs révolutionner le monde en lançant les appareils iPod et iPhone. Ces personnes ont été de véritables agents de changement, qui ont relevé le niveau de jeu dans leur sphère d'activité.

Pour sa part, Holzhauer a peut-être changé à tout jamais le jeu de *Jeopardy!* Il a employé des tactiques inédites jusqu'alors. Au lieu de choisir successivement dans l'ordre les questions d'une même catégorie, il s'attaquait d'abord aux questions les plus difficiles et les plus payantes de chaque catégorie – démontrant l'étendue de ses connaissances – avant de trouver les questions bonis qui lui permettaient de doubler, voire de quadrupler, ses gains grâce à des paris audacieux. Holzhauer ne jouait pas simplement pour gagner; il jouait pour maximiser ses gains.

Comme Holzhauer l'a expliqué au *New York Times*, « Commencer un tournoi de poker avec beaucoup de jetons est un avantage. Vous pouvez miser de plus grosses sommes que les autres joueurs. C'est bien de tomber sur une question boni dès le départ, mais c'est encore mieux quand vous avez déjà accumulé 5 000 \$. »

Avec du recul, le génie créateur de cet homme paraît évident, mais lorsque les iconoclastes remettent en question les idées reçues, il y aura toujours de la résistance. Prenez Wayne Gretzky. Quand les vétérans l'ont vu jouer la première fois, ils se sont moqués de lui : ils l'ont trouvé trop maigre et trop lent et ils lui reprochaient de se cacher derrière le filet plutôt que d'attaquer de front.

Selon un article paru dans le *New York Times*, Dylan a été hué copieusement par les puristes de la musique folk, pour qui cette innovation était une hérésie. Et quand Steve Jobs a dévoilé l'iPod Nano en 2005, le chef de la direction d'alors chez Motorola, Ed Zander, l'a ridiculisé pour avoir créé un lecteur MP3 capable de stocker plus de musique qu'une personne peut en écouter : « Oubliez l'iPod Nano... Qui écoute 1 000 chansons? » Il se trouve que nous sommes nombreux à le faire, Ed.

Nous sommes programmés pour résister au changement. L'anthropologue Andrea Simon a analysé notre profonde résistance au changement dans l'article « Why we're so afraid of change – and why that holds businesses back » (bit.ly/2KV6TSx) publié il y a quelques années dans le magazine *Forbes*, et cette résistance se résume, selon elle, à trois principes clés :

1. Les habitudes sont ancrées et efficaces. Avec les années, le cerveau organise les idées selon une structure perceptuelle et crée rapidement des habitudes efficaces.

Résultat : le cerveau limite ce qu'il voit et adapte la réalité en fonction des perceptions passées. Les premières leçons dans la vie et les affaires jouent un rôle déterminant, car elles nous empêchent de voir les choses sous un angle différent.

2. Le cerveau déteste le changement. Le cortex préfrontal déploie beaucoup d'efforts pour assimiler les idées nouvelles.

Comme notre cerveau consomme 25 % de notre énergie, il n'est pas étonnant que nous ressentions de la fatigue et ayons mal à la tête lorsque nous apprenons de nouvelles choses.

3. Il faut expérimenter les nouvelles façons de faire, et non se contenter de lire à leur sujet.

L'apprentissage par l'expérience est essentiel. Au fil de l'apprentissage, le cerveau s'adapte aux nouvelles décisions, aux cartes mentales et à la réalité. Dès qu'un problème se présente, il a tendance à détourner les nouveaux schémas de pensée.

Et alors, qu'est-ce que notre résistance au changement et les stratégies qui changent la donne ont à voir avec les placements? Beaucoup. Les activités de compétition comme *Jeopardy!* et le hockey – et aussi les placements – semblent être, au premier coup d'œil, des systèmes fermés. Les règles et les motivations ont l'air simples et, à mesure que l'action se déroule, vous voyez apparaître des comportements familiers. À la longue, les participants commencent à penser qu'ils peuvent prédire les résultats à partir des comportements qu'ils observent.

Cependant, la notion selon laquelle les marchés fonctionnent en circuit fermé est l'un des plus grands mythes véhiculés par le secteur de la pseudoscience financière. Voilà pourquoi nous lisons les perspectives annuelles et les prévisions d'analystes. Voilà pourquoi nous regardons les nouvelles financières à la télé et prêtons foi aux paroles de gens qui ne savent pas vraiment ce qui va se passer demain, du moins pas plus que vous et moi.

James Holzhauer a transformé le jeu de l'émission *Jeopardy!* en réinventant les stratégies de jeu. Avant sa participation, le gain le plus élevé au cours d'une même émission était de 77 000 \$. Au cours de ses 33 présences à l'émission, Holzhauer a battu ce record à 16 reprises, inscrivant un gain exceptionnel de 131 127 \$ à sa 10e présence. Il est sans conteste le plus grand champion de *Jeopardy!* Pourtant, si vous aviez parié que Holzhauer allait éclipser la série de 74 victoires de Ken Jennings, vous auriez perdu.

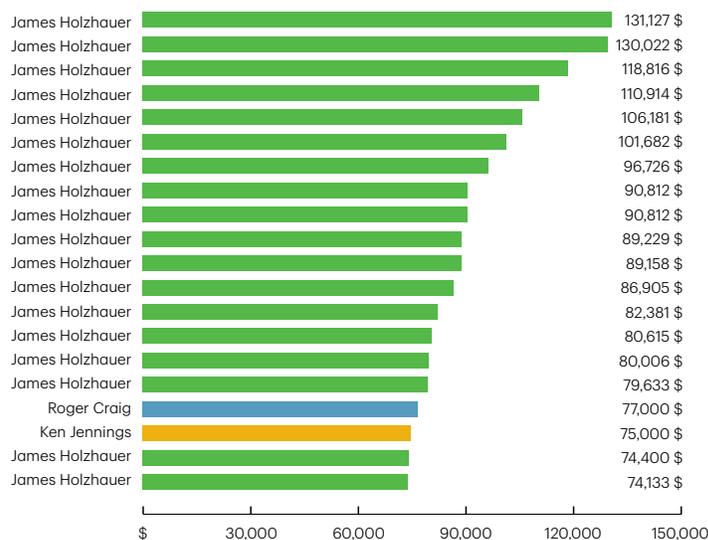
Parce que, comme pour tous les jeux qui se déroulent en public, il est possible d'étudier les stratégies gagnantes de *Jeopardy!* et de les reproduire. Ken Jennings avait battu son adversaire grâce à son savoir encyclopédique, mais Holzhauer a réussi un tour de passe-passe, en exploitant une faille du jeu – que d'autres participants ne tarderont pas à exploiter à leur tour.

À sa 18e présence, Holzhauer a affronté Adam Levin, directeur de l'information sportive à l'Université Brandeis. Sélectionné la veille comme suppléant, Levin a pu observer Holzhauer écraser ses adversaires cinq fois de suite. (Cinq épisodes de *Jeopardy!* sont enregistrés en une journée.) Il a

donc bénéficié d'un avantage que n'ont pas eu bon nombre d'autres concurrents.

Au bout du compte, Holzhauer a réussi à le battre, mais par seulement 18 \$. Dans une entrevue accordée à *Slate*, Levin décrit comment il a su s'adapter aux nouvelles stratégies :

Figure 1: En 33 présences, James Holzhauer a inscrit les 16 gains les plus élevés de l'histoire de l'émission Jeopardy!



Source: Jeopardy!

Q : Vous avez vu jouer James en personne lors des épisodes 13 à 17. Cela vous a-t-il aidé?

Levin : Je pense que oui. Si j'avais participé à la première émission le premier jour, je n'aurais eu aucune idée des tactiques qu'il employait. Voir la stratégie de James à l'œuvre, qui consiste à privilégier les questions les plus payantes et à miser une grosse somme à toutes questions bonis, a été un choc.

Q : Avez-vous eu l'impression que vous deviez vous adapter à sa façon de jouer?

Levin : Un peu. J'aurais joué d'audace de toute façon lors des questions bonis. Ma tactique aurait été semblable à celle des autres joueurs précédents. Est-ce que j'aurais misé 12 000 de mes 13 000 \$ à la deuxième manche si James n'avait pas été là? Probablement pas.

Q : Il semble que, comme vous, certains concurrents commencent à adapter leur stratégie.

Levin : Oui. Je pense que les concurrents cherchent maintenant les questions bonis plus bas dans le tableau. C'est la seule façon de le battre.

C'est la même chose sur les marchés financiers. Les stratégies de placement évoluent sans cesse, soumises aux perturbations, qui mènent invariablement à une adaptation. Même s'il est impossible d'anticiper l'arrivée d'une influence perturbatrice comme James Holzhauer, vous pouvez, avec un peu de clairvoyance et une solide philosophie de placement, intégrer l'inévitabilité des perturbations dans votre plan.

La philosophie de placement de Gestion de patrimoine TD, qui repose sur la gestion prioritaire des risques, comporte sept principes, le premier étant « innover et se tourner vers l'avenir ».

Gestion Prioritaire des Risques | Principe 1

Innover et se tourner vers l'avenir

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

Et quels sont ces événements imprévisibles? S'il existait un jeu de *Jeopardy!* sur la macroéconomie, il resterait deux grandes questions (euh, réponses) encore au tableau.

1. À quelle phase du cycle de croissance sommes-nous?

Il est malheureusement difficile de répondre à cette question, puisque les indices des directeurs d'achats et du secteur des services divergent.

La mesure équilibrée des indices des directeurs d'achats dans 18 pays était de 49,9 au 31 mai 2019. (Un indice supérieur à 50 indique une croissance et un indice inférieur à 50 indique une contraction.) Bien que les données soient positives aux États-Unis et au Canada, elles sont négatives en Chine, au Japon et en Allemagne, ce qui donne à penser qu'une récession mondiale dans le secteur manufacturier se profile à l'horizon.

L'indice de fret Cass confirme cette tendance. En mai, les expéditions de marchandises nord-américaines ont reculé de 6 % sur un an. Il s'agit du sixième repli mensuel des données sur 12 mois.

La bonne nouvelle est que les indices mondiaux des directeurs d'achats du secteur des services demeurent solides et ne cessent de s'améliorer. Les dépenses de consommation aux États-Unis continuent d'augmenter grâce à la baisse du coût du crédit. (Jerome Powell, les consommateurs américains vous saluent!)

Puisqu'on parle de Jerome Powell, les prévisionnistes anticipaient deux ou trois relèvements de taux en 2019. Ils s'attendent à l'inverse maintenant – pas besoin d'une boule de cristal pour interpréter les intentions de Powell. Il vaut mieux ignorer les prévisions, écouter le président de la Fed et se préparer à une phase de ralentissement de la croissance économique, que les gens du milieu appellent une « phase de fin de cycle ».

2. Quand verrons-nous la fin de la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine?

L'année dernière, la majorité des analystes prévoyaient que ce serait une longue saga, mais que les États-Unis et la Chine,

qui ont tous deux suffisamment à perdre, en viendraient à une entente provisoire d'ici le printemps de 2019. Puisque la chaleur est de retour, cette prévision ne s'est donc pas concrétisée. Ici encore, il s'agit, selon moi, d'un processus d'adaptation. Il y a un an, la politique commerciale américaine a pris le géant asiatique au dépourvu. La Chine a paru quelque peu embarrassée après que les États-Unis l'ont accusée de ne pas avoir réalisé des réformes suffisantes.

Un an plus tard, la fin du monde n'a pas eu lieu et la Chine tient un tout autre discours, confortée par le fait que les consommateurs américains paient la facture liée à l'imposition des surtaxes douanières. Dans l'ensemble, la Chine est en meilleure posture que prévu et peut maintenant endurer ce qui semble être une stratégie d'endiguement à long terme des États-Unis.

Le Comité de répartition des actifs de Gestion de patrimoine TD a défini un thème sur la situation actuelle des marchés financiers, baptisé « éloignement ». Ce thème table sur un long conflit entre la Chine et les États-Unis et demeure une ligne directrice à privilégier au moment de prendre des décisions de placement. Je ne sais pas s'il vous permettra de gagner la manche finale de *Jeopardy!*, mais c'est probablement une bonne réponse à une question boni.

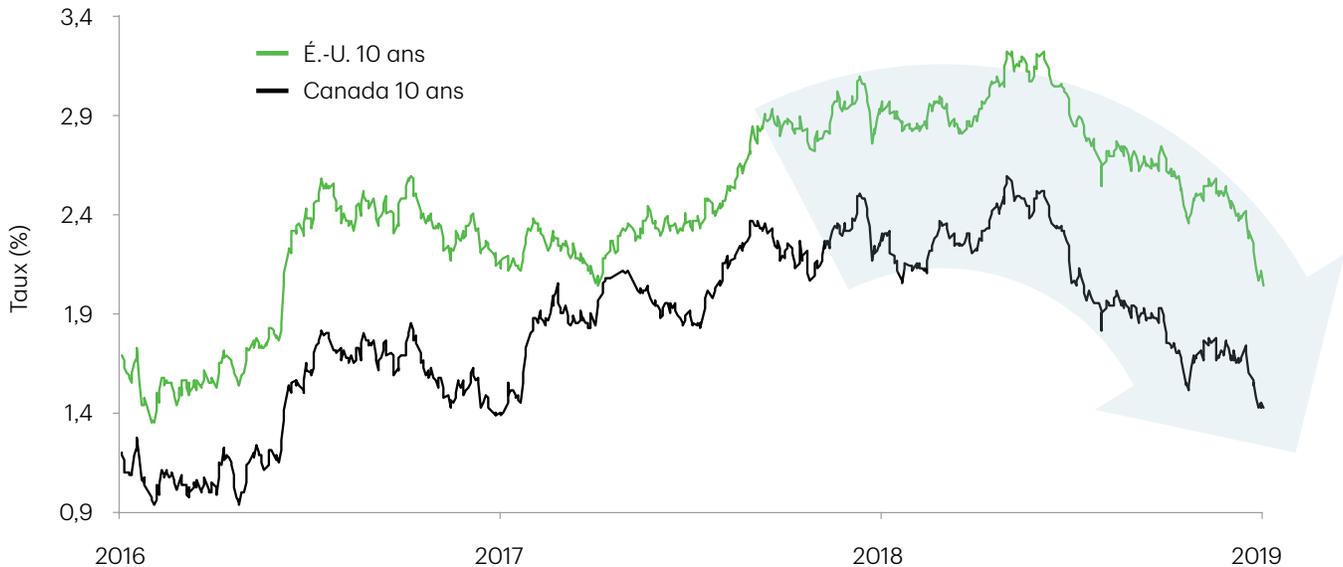
Quant à Holzhauer, son impressionnante série de victoires a pris fin au début de juin, à sa 33e présence, lorsqu'il a affronté la bibliothécaire Emma Boettcher, qui l'attendait de pied ferme. Elle a repris sa stratégie de manière admirable, appuyant plus vite que lui sur le bouton-signal, découvrant les questions bonis et misant gros à chaque occasion.

Holzhauer s'est amélioré pour gagner la partie, puis le jeu a évolué grâce à des concurrents studieux comme Adam Levin et Emma Boettcher qui voulaient battre ce redoutable adversaire. □

Les attentes ont changé brusquement

Liam O'Sullivan, chef de la gestion des portefeuilles clients, RP Investment Advisors

Figure 2: Les marchés des taux d'intérêt ont reculé en 2019, surtout en mai



Source: Bloomberg Finance L.P., au 6 Juin 2019.

L'article qui suit est un extrait légèrement remanié du commentaire mensuel de RPIA, publié au début de juin 2019.

Tout change rapidement. Hier encore, les investisseurs étaient préoccupés par la fin imminente de la longue phase haussière du marché obligataire, engendrée par la hausse persistante des taux d'intérêt. La Fed et, dans une moindre mesure, la Banque du Canada ont amorcé avec succès la normalisation des taux d'intérêt, en les relevant depuis leurs niveaux exceptionnellement bas, mais, contre toute attente, ce processus a été de courte durée.

Les choses ont vraiment commencé à bouger à la fin de 2018, lorsque la Fed a changé de cap et adopté une position plus prudente. Puis, les négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine ont été rompues au début de mai. Les investisseurs se sont mis à craindre une récession à court terme et étaient préoccupés par la nature imprévisible des risques géopolitiques. Cette évolution des attentes des investisseurs a entraîné un changement d'orientation des taux d'intérêt.

Les investisseurs s'attendent maintenant à ce que la Réserve fédérale américaine décrète deux baisses de taux en 2019, en raison des préoccupations suscitées par les tensions commerciales et le ralentissement des économies de la planète. Cela contraste nettement avec les relèvements automatiques anticipés au milieu de 2018. Ces préoccupations ont également amené les investisseurs à rechercher la sécurité des obligations d'État, ce qui s'est traduit par un recul de 2,50 % à 2,12 % du taux des obligations du Trésor américain à 10

ans et de 1,71 % à 1,48 % du taux des obligations à 10 ans du gouvernement du Canada. Par conséquent, les écarts de taux ont augmenté modestement en mai, les investisseurs ayant exigé une prime plus élevée en contrepartie du risque des obligations de sociétés.

La dynamique du marché cause de nouvelles distorsions des courbes des taux

Les mesures d'assouplissement attendues ont accentué les distorsions des courbes des taux nord-américains, dont la forme ressemble à un crochet. Cette forme s'explique par le fait que les investisseurs sont disposés à prêter de l'argent au gouvernement américain pendant 10 ans à un taux inférieur de 20 points de base à celui qu'ils recevraient pour un prêt sur trois mois. (Le taux des obligations du Trésor américain à 10 ans est de 2,15 %, contre 2,35 % pour les bons du Trésor à 3 mois.)

Ce phénomène n'a guère de sens par rapport à la courbe ascendante « normale », mais témoigne de la rapidité avec laquelle le marché a pris en compte le ralentissement de la croissance économique et la résurgence de la politique expansionniste des banques centrales.

Qui plus est, ce phénomène n'est pas limité à l'Amérique du Nord. En Europe, craignant une récession, les gouvernements sont relativement accommodants au point où la dynamique commence à ressembler, dans une certaine mesure, à celle observée lors des périodes précédentes de coordination des mesures d'assouplissement, qui ont fait reculer les taux d'intérêt à des niveaux très bas.

Ces distorsions engendrent un élargissement des écarts de taux

Compte tenu des nouvelles attentes à l'égard de la politique expansionniste des banques centrales ainsi que du ralentissement de l'économie mondiale, des distorsions commencent à apparaître sur le marché et offrent à un gestionnaire souple comme RPIA des occasions de placement intéressantes.

Les obligations de sociétés américaines sont un bon exemple. Quand les taux diminuent, les cours obligataires augmentent, ce qui permet aux investisseurs de prendre des profits. Il en résulte habituellement un élargissement des écarts de taux, car les nouveaux acheteurs sont attirés sur le marché par les taux de revenu supplémentaires. Compte tenu de notre mandat flexible, nous sommes heureux d'agir comme fournisseur de liquidités lorsque la prime supplémentaire est adéquate.

Le marché des taux d'intérêt influe sur les actions privilégiées

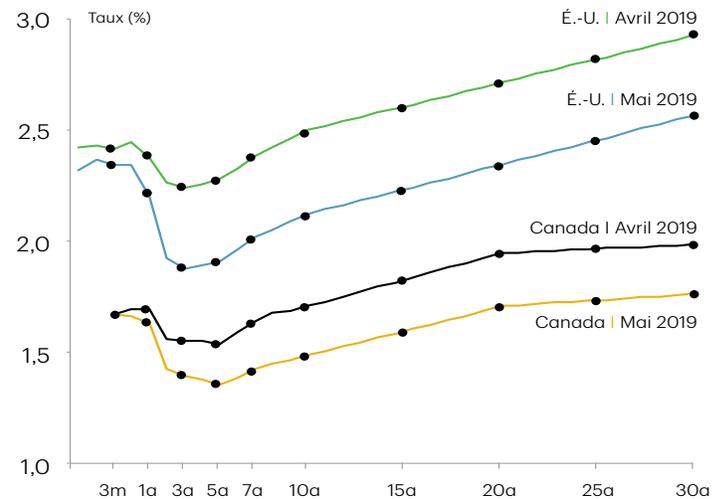
La modification des perspectives à l'égard des taux d'intérêt se répercute également sur le marché des actions privilégiées canadiennes, qui a affiché une piètre tenue dernièrement.

Le marché des actions privilégiées canadiennes est unique en son genre. Étant donné que les actions privilégiées sont assorties de dividendes et non d'un coupon (considéré comme un revenu), elles sont souvent une constante au sein des portefeuilles des particuliers. Ces instruments sont toutefois très sensibles aux fluctuations des taux d'intérêt.

Plus précisément, les instruments tendent à perdre de la valeur lorsque les taux d'intérêt diminuent, car les coupons attendus sont moins élevés. Après le changement brusque des attentes survenu en mai, le marché des actions privilégiées a inscrit un rendement total de -13 % sur 12 mois.

En raison de leur tenue lors de la dernière période, les actions privilégiées ont offert aux investisseurs un rendement

Figure 3: Les distorsions des courbes des taux nord-américains se sont accentuées au mois de mai

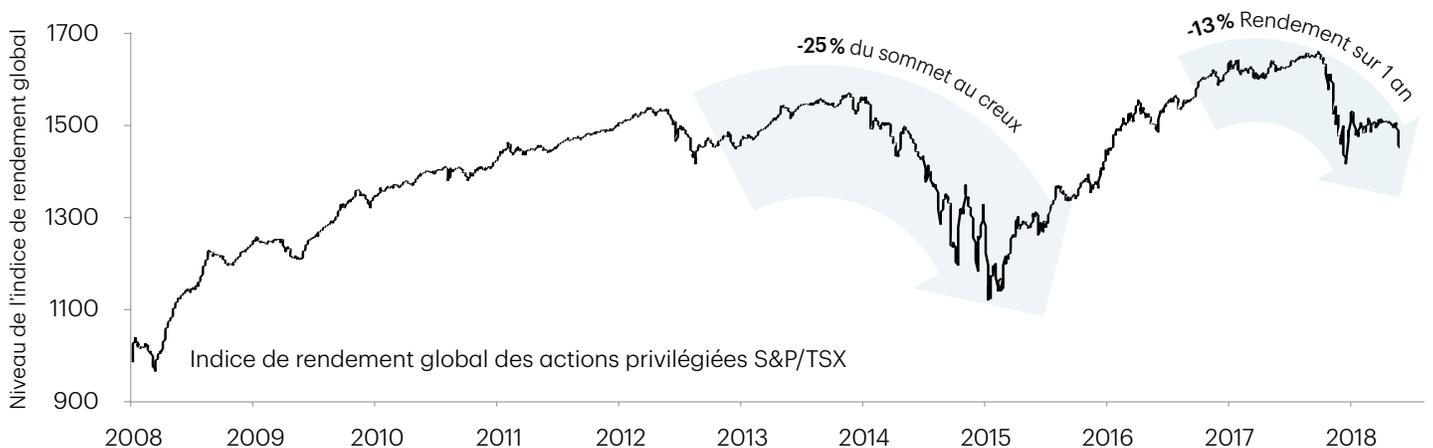


É.-U. – Avril 2019: U.S. Treasury Actives Curve 05/31/19 Mid YTM; É.-U. – Mai 2019: U.S. Treasury Actives Curve 04/30/19 Mid YTM; Canada – Avril 2019: Canada Sovereign Curve 04/30/19 Mid YTM; Canada – Mai 2019: Canada Sovereign Curve 05/31/19 Mid YTM. Source: Bloomberg Finance L.P., au 6 Juin 2019.

pratiquement nul au cours des cinq dernières années et affiché une forte volatilité. Nous cherchons à éviter ce genre de profil risque-rendement et ce fait nous amène à nous demander s'il ne vaut pas mieux considérer les actions privilégiées comme un placement tactique plutôt que comme un placement stratégique.

Cependant, nous dénichons toujours des occasions partout où se produisent d'importantes perturbations. Ces instruments sont moins sensibles aux fluctuations des taux d'intérêt prévus, car leurs écarts de taux plus importants les protègent dans une certaine mesure contre de futures baisses des taux d'intérêt. La récente réévaluation des titres a été spectaculaire; les titres nouvellement émis offrent des taux approchant les niveaux observés en 2015-2016 même si les taux d'intérêt actuels sont supérieurs de presque 100 points de base à ceux de cette période. □

Figure 4: Le marché des actions privilégiées canadiennes a connu d'importantes périodes de rendement négatif et de forte volatilité



Source: Bloomberg Finance L.P., au 6 Juin 2019.

Apple voit sa part de marché diminuer

Chris Blake, gestionnaire de portefeuille principal, Conseils en matière de portefeuilles et recherche sur les placements

Les chefs de file de la technologie se heurtent à des problèmes insurmontables. Au début de juin, le président du sous-comité antitrust de la Chambre des représentants des États-Unis a annoncé que la conduite anticoncurrentielle des géants de la technologie ferait l'objet d'une enquête et que le sous-comité tentera de déterminer si les lois actuelles sont adéquates face à la conduite des sociétés proposant des plateformes technologiques – dont les modèles d'affaires n'avaient jamais été envisagés au moment de la rédaction des lois.

Dans la foulée, les titres de la technologie se sont repliés pendant quelques jours jusqu'à ce que les investisseurs, affichant leur habituelle vision à court terme, soient distraits par un autre événement (figure 5). Certes, l'éventualité d'une enquête antitrust est dans l'air depuis un certain temps déjà; plusieurs ont réclamé la tenue d'une enquête depuis les trois ou quatre dernières années. Cette fois-ci, par contre, ce ne sont plus un ou deux politiciens qui cherchent à épater la galerie. C'est une action réelle qui pourrait avoir du mordant.

En fait, le pire n'est pas tant l'imposition de nouveaux règlements que le processus comme tel. Les dirigeants des géants de la technologie comme Google et Facebook devront se présenter devant un comité, dont les travaux sont télédiffusés, et subir une humiliation publique au sujet de leurs pratiques commerciales « déloyales ». Il ne fait aucun doute que ce défilé fera les manchettes, ce qui rendra les investisseurs craintifs et pèsera sur les titres de ces sociétés.

Il y a une vingtaine d'années, Microsoft s'est retrouvée dans la même situation. Le processus a duré 13 ans entre le moment où des actions en justice ont été intentées par le gouvernement en mai 1998 et le jugement convenu rendu le 27 avril 2011. Il serait impossible pour nous d'isoler l'effet

que cette affaire a eu sur le rendement relatif de l'action de Microsoft, puisque le processus a commencé pendant la fameuse bulle technologique et qu'il s'est terminé longtemps après. Nous sommes toutefois certains d'une chose : une enquête de ce genre incitera vraisemblablement les sociétés à se montrer plus prudentes dans leurs stratégies.

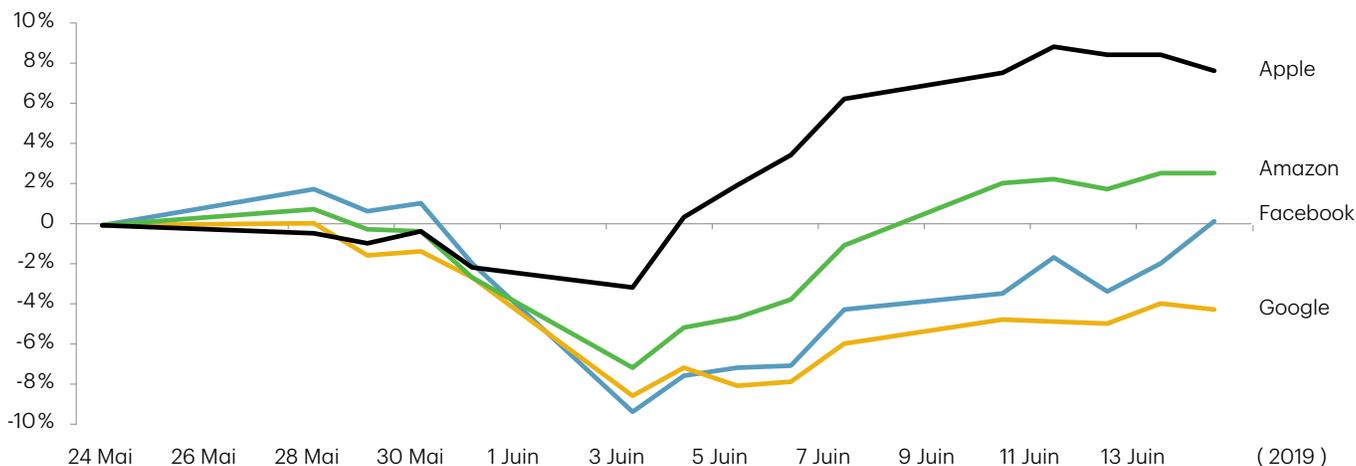
Apple : un cas à part

De nouvelles règles antitrust pourraient nuire tout particulièrement à Apple, car cette société dépend de ses systèmes exclusifs, qui, selon certains, ne sont pas concurrentiels. À la mi-mai, la Cour suprême des États-Unis a rendu une décision à l'encontre d'Apple, qui accorde aux propriétaires d'appareils iPhone le droit d'intenter des poursuites contre la société pour pratiques anticoncurrentielles.

L'affaire a commencé en 2011 par un recours collectif déposé par des propriétaires d'iPhone qui alléguaient qu'Apple flouait ses clients en les obligeant à acheter leurs applications à l'App Store d'iTunes à des prix gonflés de 30 %. Apple a fait valoir, pour sa part, que cette pratique sert à assurer la qualité de ses applications, leur sécurité et leur conformité avec ses conditions d'utilisation.

Spotify a eu un différend très médiatisé avec Apple au sujet de la politique de prix d'iTunes. La société a soutenu qu'Apple Music jouit d'un avantage déloyal, en raison de la marge que doivent verser les autres fournisseurs de services musicaux. Et, selon moi, de nombreux autres fournisseurs seraient prêts à unir leurs efforts pour briser le monopole d'iTunes. Si Apple devait perdre l'exclusivité de la vente des produits et services destinés à ses appareils, les ventes d'iTunes risqueraient de chuter considérablement, tout comme la marge liée à ces ventes.

Figure 5: Baisse passagère liée à l'enquête antitrust



Source: Bloomberg Finance L.P., au 24 Mai 2019.

Apple en souffrirait, surtout que le marché des appareils iPhone arrive à maturité. Après une croissance phénoménale (d'environ 173 millions d'unités vendues en 2019 à 1,555 milliard en 2018), les revenus d'Apple provenant de cette merveilleuse machine à faire de l'argent stagnent. Les ventes en 2018 ont à peine dépassé celles enregistrées l'année précédente, soit 1,536 milliard d'unités.

Les ventes d'iPhone, qui représentaient 63 % des revenus de 265,6 milliards de dollars américains d'Apple au dernier exercice, devraient diminuer de 15 % environ cette année, en raison principalement de l'allongement des cycles de remplacement des produits, mais aussi, dans une moindre mesure, de la guerre commerciale que se livrent les États-Unis et la Chine. Il en résulte un manque à gagner de 25 milliards

de dollars américains et même si certaines autres gammes de produits (montres, applis, abonnements, etc.) sont en pleine croissance, elles ne représentent que la moitié environ de la part restante de 27 % des activités de la société. L'autre moitié (ordinateurs Mac, appareils iPad et iPod) est en légère baisse.

Grâce à ses deux systèmes d'exploitation (iOS et macOS), Apple bénéficie d'un avantage certain, puisque ses clients sont en quelque sorte captifs. Malheureusement, ces systèmes exclusifs font l'objet d'une étroite surveillance. Apple a désespérément besoin d'un nouveau moteur de croissance, car ces secteurs d'activité sont la cible d'attaques et le marché des téléphones intelligents arrive à maturité, ce qui allonge les cycles de remplacement des produits. □

Les tensions commerciales pourraient compromettre les signes précurseurs de reprise mondiale

Derek Burleton, économiste en chef adjoint, Services économiques TD

Après quelques années d'expansion économique exceptionnelle, alimentée par les mesures de relance, les attentes de croissance mondiale sont revues à la baisse depuis un an. Les prévisions consensuelles¹ relatives à la croissance du PIB réel en 2019 sont passées de presque 4 % il y a plus d'un an à 3,2 %, soit un taux inférieur à la tendance. Cette révision à la baisse est surtout attribuable à trois facteurs : la montée des tensions commerciales, la diminution du volume des échanges mondiaux et l'incidence négative qu'a eue la forte volatilité des marchés à la fin de 2018 sur la confiance.

Le paysage économique mondial est toujours criblé de nids-de-poule. Heureusement, les prévisions de croissance mondiale se sont stabilisées, après avoir diminué durant l'hiver. Le premier signe de cette stabilisation a été l'amélioration généralisée des conditions financières mondiales depuis la fin de 2018. Ensuite, les grandes banques centrales ont décidé d'opter pour la patience. Malgré les vacillements récents, les marchés boursiers mondiaux ont progressé depuis le creux de janvier tandis que les taux obligataires ont encore baissé et que les écarts de risque sont demeurés contenus.

Les conditions financières se sont affermies et les prévisionnistes cherchent à déterminer si cette amélioration se répercute dans l'économie réelle. Ici, les signes de reprise sont loin d'être généralisés, mais certains points méritent d'être mentionnés : 1) dans la plupart des grandes économies, les indices de confiance des consommateurs et des entreprises se sont stabilisés ou ont progressé; 2) la vigueur de la création d'emplois et l'affermissement de la croissance des salaires des derniers mois stimulent les dépenses des ménages dans tous les pays du G7; 3) les signes de vie se sont concentrés

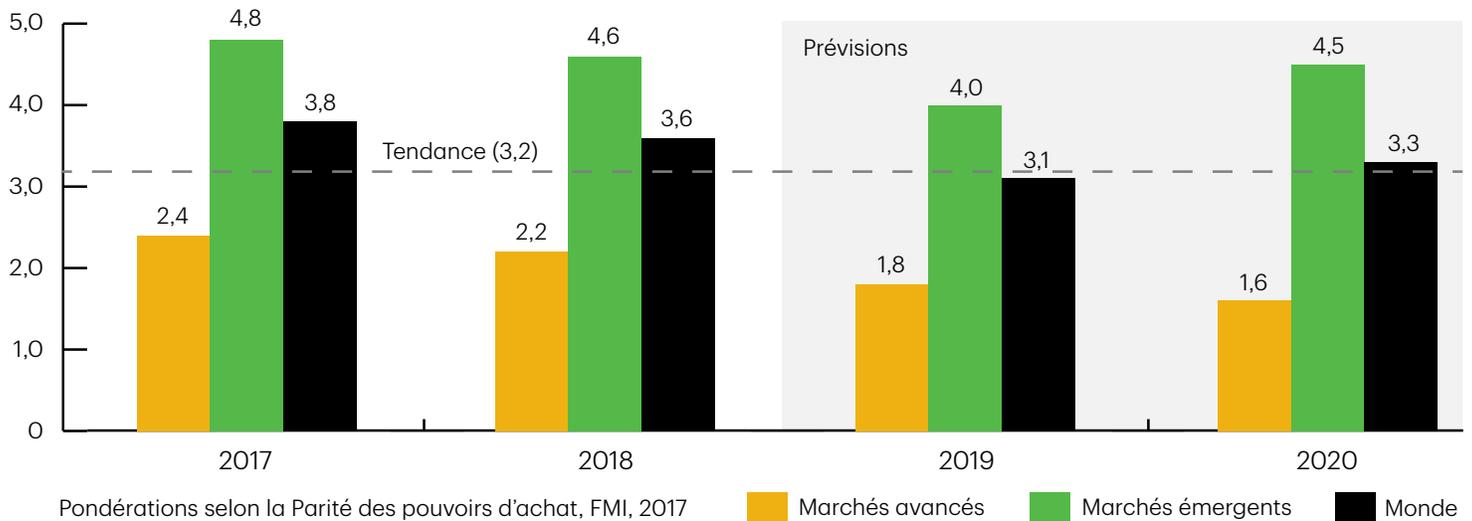
dans les secteurs des services. Toutefois, le commerce et la production industrielle au niveau mondial donnent des signes d'amélioration, même si les niveaux restent plutôt bas.

L'économie américaine a réussi à échapper à la tendance, qui était au ralentissement en 2018, grâce à des réductions d'impôt et à une hausse des dépenses publiques. Les prévisions consensuelles¹ tablaient sur un retour à un taux de croissance plus viable en 2019, soit 2 %, les effets des mesures de relance s'estompant. Les prévisions consensuelles pour 2019 ont été légèrement révisées à la hausse, car l'économie américaine devrait afficher une croissance d'environ 2,5 % (taux annualisé) pour le premier semestre.

Au Canada, un nombre croissant d'indicateurs montrent que l'activité économique est en train de sortir de sa récente hibernation. La production de pétrole reste inférieure à la normale, mais les effets des limitations imposées sur l'extraction s'estompent. De plus, la confiance des ménages fortement endettés semble s'être améliorée. Après des mois de marasme, le commerce de détail et les ventes d'habitations se redressent en ce début d'été. Selon nos prévisions, une création d'emplois vigoureuse et une croissance des salaires appréciable seront nécessaires pour que l'activité économique connaisse un modeste rebond au début du deuxième trimestre de 2019. Pour cela, il faudra que les ménages continuent de consommer des services et de stimuler l'économie, étant donné que le secteur manufacturier est au point mort.

Des thèmes similaires se concrétisent dans d'autres régions. En Europe, l'activité économique devrait secouer sa morosité de la fin d'année, car le secteur manufacturier continue de se redresser, après des difficultés temporaires. Par ailleurs,

Figure 6: Croissance économique, l'économie mondiale devrait ralentir et revenir à une croissance tendancielle



Source: Services économiques TD Prévisions en date de juin 2019

la faiblesse des taux d'intérêt et la croissance appréciable des salaires restent propices à un affermissent de la consommation en 2019. Comme au Canada, la hausse des dépenses en services devrait compenser le ralentissement de la production manufacturière et la baisse de la demande extérieure.

Pour ce qui est de l'Asie, il est évident que l'économie chinoise, déjà en perte de vitesse, a souffert des surtaxes douanières américaines. En réaction, les autorités chinoises ont lancé des programmes visant à soutenir l'emploi et le secteur manufacturier plus largement en encourageant les dépenses des ménages. Cela dit, après la hausse des droits de douane, qui s'établissent aujourd'hui à 25 % et vise environ 200 G\$ US de produits chinois, on peut s'attendre à une nouvelle série de mesures de relance de la part des autorités chinoises, qui souhaitent voir le taux de croissance de 2019 atteindre la fourchette cible, comprise entre 6 % et 6,5 %². Les éléments qui devraient permettre à l'économie mondiale de prendre un peu de vitesse au second semestre commencent à se mettre en place.

Cela dit, juste au moment où l'on voit apparaître des signes de reprise, il se pourrait que de forts vents contraires viennent les balayer. Depuis le mois de mai, on observe une nouvelle escalade des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine et, plus récemment, entre les États-Unis et le Mexique. Au moment d'écrire ces lignes, soit le 4 juin, la situation demeure extrêmement changeante. De telles surtaxes douanières peuvent s'avérer néfastes pour les États-Unis et l'économie mondiale, et c'est probablement le consommateur américain qui devra en supporter les coûts. De plus, le gouvernement américain continue de menacer l'Union européenne et le Japon de surtaxes douanières sur les importations d'automobiles alors que s'amorcent des négociations commerciales entre les États-Unis et ces deux pays.

Comme la plupart des autres économies, le Canada subirait les dommages collatéraux d'une hausse de l'aversion pour le risque financier et de la volatilité des marchés à l'échelle mondiale, ainsi que des répercussions d'une baisse de la demande à l'exportation. Si ces risques se concrétisent, des pressions baissières s'exerceront très probablement sur le dollar canadien, qui est resté stable ces derniers mois, oscillant autour de 74 à 77 cents américains.

Essentiellement à cause du risque de baisse, les marchés ont énergiquement intégré des réductions de taux, prises « à titre de précaution » par la Réserve fédérale. En réaction à cela, les taux des obligations d'État ont chuté, atteignant des planchers qui n'avaient pas été observés depuis plus d'un an. Les réductions de taux coïncident généralement avec les récessions, mais pas toujours. Selon nous, le marché a surévalué le niveau d'assouplissement dont la Fed aura besoin ou qu'elle acceptera de fournir en l'absence d'une importante détérioration des données économiques. Toutefois, étant donné la persistance de risques élevés, la banque centrale américaine pourrait adopter quelques mesures d'assouplissement plus tard cette année, à titre de précaution. Nous prévoyons une réduction de 50 points de base de son taux directeur à compter de septembre.

Contrairement à ce que prévoient habituellement les marchés, il n'est pas certain que la Banque du Canada lui emboîtera le pas. Selon nous, si la Fed procède à de modestes réductions de taux, il est probable que la Banque du Canada ne l'imitera pas, car l'économie donne des signes d'affermissement, comparativement au début d'année. Il est probable que la BdC hésitera avant d'abaisser les taux pour éviter de doper à nouveau l'endettement. □

¹Enquête de Bloomberg auprès des prévisionnistes économiques;

²« China lowers 2019 GDP growth target to 6-6.5 per cent range », *South China Morning Post*

Rendement des marchés

		(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
Rendement des indices canadiens (\$ CA)	Indice	1 mois	3 mois	Cumul annuel	1 an	3 ans	5 ans	Depuis le 01/01/2012	10 ans	20 ans
Indice composé S&P/TSX (RG)	55 778	-3,06	1,07	13,36	3,03	7,62	4,98	7,20	7,56	6,98
Indice composé S&P/TSX (cours)	16 037	-3,28	0,24	11,97	-0,15	4,47	1,89	4,04	4,46	4,35
S&P/TSX 60 (RG)	2 710	-3,08	1,71	13,37	4,55	8,69	6,01	8,00	7,39	7,10
S&P/TSX petites sociétés (RG)	897	-4,16	-5,46	5,82	-12,21	0,45	-1,10	1,26	5,39	-
Rendement des indices américains (\$ US)	Indice	1 mois	3 mois	Cumul annuel	1 an	3 ans	5 ans	Depuis le 01/01/2012	10 ans	20 ans
S&P 500 (RG)	5 519	-6,35	-0,67	10,73	3,78	11,72	9,66	13,49	13,95	5,83
S&P 500 (cours)	2 752	-6,58	-1,16	9,78	1,73	9,49	7,43	11,13	11,59	3,81
Dow Jones des valeurs industrielles (cours)	24 815	-6,69	-4,25	6,38	1,64	11,74	8,22	10,02	11,31	4,36
NASDAQ composé (cours)	7 453	-7,93	-1,05	12,33	0,15	14,63	11,93	15,22	15,43	5,68
Russell 2000 (RG)	7 345	-7,78	-6,64	9,26	-9,05	9,75	6,71	11,14	12,84	7,64
Rendement des indices américains (\$ CA)	Indice	1 mois	3 mois	Cumul annuel	1 an	3 ans	5 ans	Depuis le 01/01/2012	10 ans	20 ans
S&P 500 (RG)	7 466	-5,63	2,03	9,79	8,42	12,92	14,57	17,94	16,37	5,36
S&P 500 (cours)	3 723	-5,86	1,52	8,85	6,27	10,66	12,23	15,49	13,96	3,36
Dow Jones des valeurs industrielles (cours)	33 566	-5,97	-1,64	5,47	6,17	12,94	13,06	14,34	13,67	3,91
NASDAQ composé (cours)	10 081	-7,22	1,64	11,37	4,62	15,86	16,94	19,74	17,89	5,21
Russell 2000 (RG)	9 935	-7,07	-4,10	8,33	-4,99	10,93	11,49	15,50	15,24	7,17
Rendement total des indices MSCI (\$ US)	Indice	1 mois	3 mois	Cumul annuel	1 an	3 ans	5 ans	Depuis le 01/01/2012	10 ans	20 ans
Monde	8 555	-5,68	-0,93	10,08	0,27	9,62	6,22	10,51	10,57	5,22
EAO (Europe, Australasie et Extrême-Orient)	7 615	-4,66	-1,16	8,05	-5,26	6,35	1,76	6,99	6,72	4,35
MÉ (Marchés émergents)	2 253	-7,22	-4,44	4,19	-8,34	10,28	2,16	3,97	5,38	7,83
Rendement total des indices MSCI (\$ CA)	Indice	1 mois	3 mois	Cumul annuel	1 an	3 ans	5 ans	Depuis le 01/01/2012	10 ans	20 ans
Monde	11 571	-4,95	1,76	9,14	4,75	10,80	10,97	14,85	12,92	4,76
EAO (Europe, Australasie et Extrême-Orient)	10 301	-3,92	1,53	7,13	-1,03	7,49	6,31	11,19	8,99	3,89
MÉ (Marchés émergents)	3 048	-6,51	-1,84	3,30	-4,25	11,47	6,73	8,05	7,62	7,36
Incidence des fluctuations de change	Niveau	1 mois	3 mois	Cumul annuel	1 an	3 ans	5 ans	Depuis le 01/01/2012	10 ans	20 ans
Dollar canadien (USD/CAD)	73,93	-0,77	-2,65	0,86	-4,27	-1,06	-4,28		-2,08	0,44
Rendement des cours des indices régionaux (en monnaie locale)	Indice	1 mois	3 mois	Cumul annuel	1 an	3 ans	5 ans	Depuis le 01/01/2012	10 ans	20 ans
FTSE 100 de Londres (R.-U.)	7 162	-3,46	1,23	6,44	-6,73	4,75	0,91	4,73	4,95	0,01
Hang Seng (Hong Kong)	26 901	-9,42	-6,05	4,08	-11,71	8,93	3,11	8,06	4,00	4,06
Nikkei 225 (Japon)	20 601	-7,45	-3,67	2,93	-7,21	6,13	7,08	18,17	8,02	1,24
Courbe des taux		3 mois		5 ans		10 ans		30 ans		
Courbe des taux canadiens		1,66		1,39		1,48		1,72		
Courbe des taux américains		2,13		1,77		2,01		2,53		
Indices obligataires canadiens (\$ CA) (rend. total)	Indice	1 mois	3 mois	Cumul annuel	1 an	3 ans	5 ans	Depuis le 01/01/2012	10 ans	
Indice obligataire universel FTSE TMX Canada	1 110	1,69	3,98	5,56	7,00	9,12	3,72	3,45	4,58	
Indice des oblig. can. à court terme FTSE TMX (1-5 ans)	728	0,51	1,63	2,53	4,17	4,96	1,89	2,01	2,56	
Indice des oblig. can. à moyen terme FTSE TMX (5-10 ans)	1 202	1,38	3,69	5,36	14,80	8,24	3,69	3,72	5,08	
Indice des oblig. can. à long terme FTSE TMX (10 ans et plus)	1 876	3,37	7,23	9,74	10,17	12,33	6,23	5,17	7,46	

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

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

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

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

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

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

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

