



Placements à faible volatilité de GPTD :

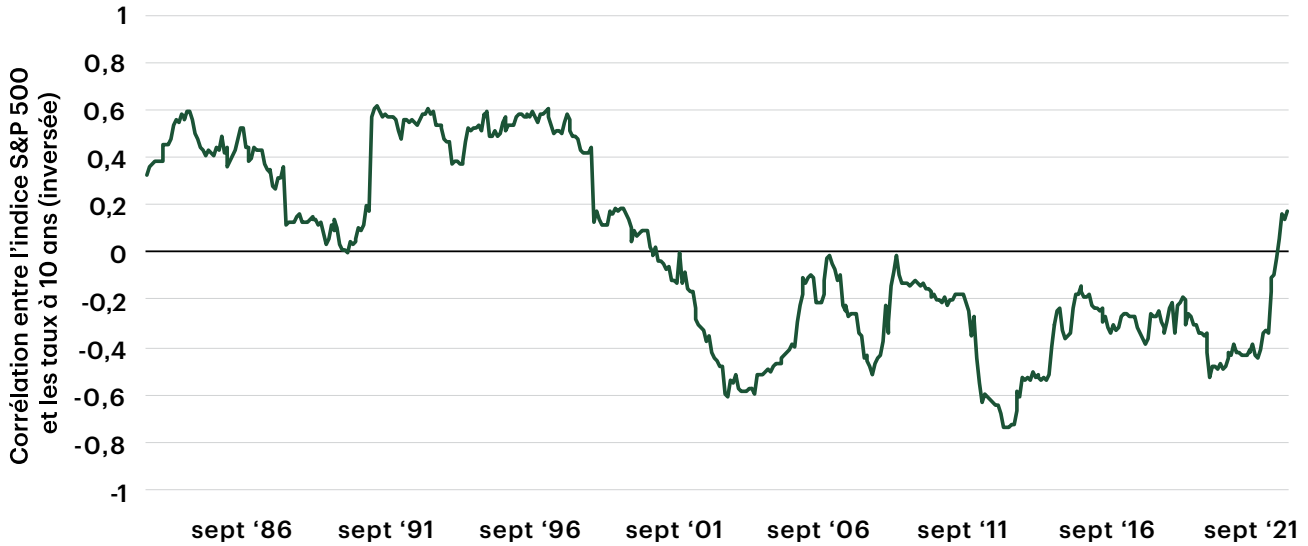
Revue de l'année et perspectives

La plupart d'entre nous seraient d'accord pour dire que 2022 a été une année décevante pour de nombreux investisseurs. Ceux qui dépendent d'une diversification entre les catégories d'actif pour obtenir un certain degré de sécurité dans leurs portefeuilles ont été particulièrement déçus. Les investisseurs comptent généralement beaucoup sur les titres à revenu fixe pour obtenir une sécurité en période difficile, compte tenu de la corrélation négative plus ou moins constante entre les obligations et les actions observée au cours des 25 dernières années. Cette corrélation s'est toutefois renversée en 2022.

Qu'est-ce qui a rendu l'année 2022 unique? Les crises antérieures étaient habituellement le résultat d'un ralentissement de la croissance ou d'une récession attribuable à une forme de choc exogène, comme l'éclatement de la bulle technologique, la crise du logement ou le choc énergétique. En outre, les ralentissements de la croissance dans le passé étaient accompagnés d'une désinflation ou d'une véritable déflation, ce qui permettait aux banques centrales d'abaisser de manière vigoureuse les taux d'intérêt ou de fournir un soutien monétaire, faisant ainsi augmenter les prix des obligations d'État.

Toutefois, le marché baissier de 2022 était imputable à une croissance économique excessive, combinée à une flambée de l'inflation. Le volet de l'offre de l'économie mondiale a souffert de la pandémie de COVID-19, des mesures de relance monétaire et budgétaire excessives, ainsi que des chocs liés aux prix des aliments et de l'énergie en raison de l'invasion russe en Ukraine, ce qui a favorisé la flambée des prix à la consommation. L'inflation entraîne une réévaluation de tous les actifs, et les actifs qui ont une durée plus longue et des perspectives de croissance plus forte sont habituellement touchés de façon disproportionnée.

Figure 1 : Corrélation entre l'indice S&P 500 et les taux (inversée)

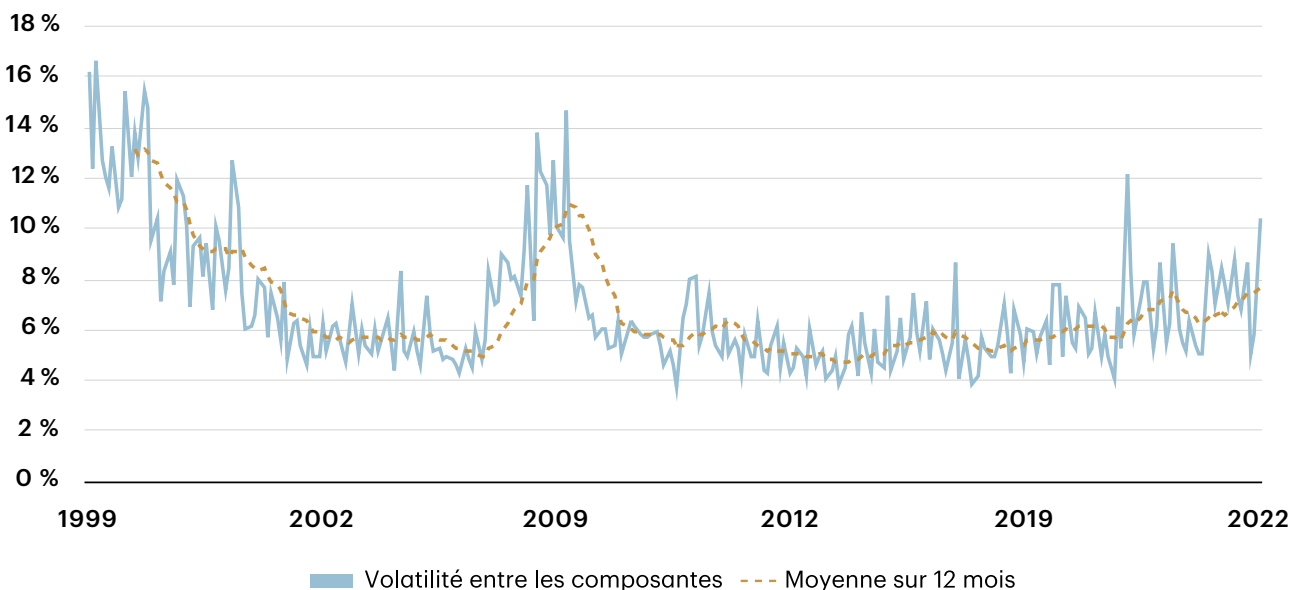


Source : Bloomberg et GPTD. Au 30 novembre 2022.

Puisque la diversification traditionnelle entre les actions et les obligations n'a généralement pas bien servi les investisseurs en 2022, la volatilité des actions a considérablement augmenté parallèlement à la volatilité des marchés. Ceux qui n'ont pas pu obtenir une certaine sécurité grâce aux obligations ont pu, paradoxalement, se tourner vers des sous-secteurs du marché boursier pour l'obtenir. C'est un peu

contre-intuitif, car on s'attendrait à ce que les actions défensives, souvent appelées « substituts d'obligations », se comportent plus ou moins comme une combinaison d'actions et d'obligations. Toutefois, ces actions ont été largement exclues de la remontée de 2020, qui a rendu les marchés trop chers et trop concentrés, et ont donc fait très belle figure en 2022.

Figure 2 : Volatilité entre les composantes (par rapport à l'indice S&P 500)



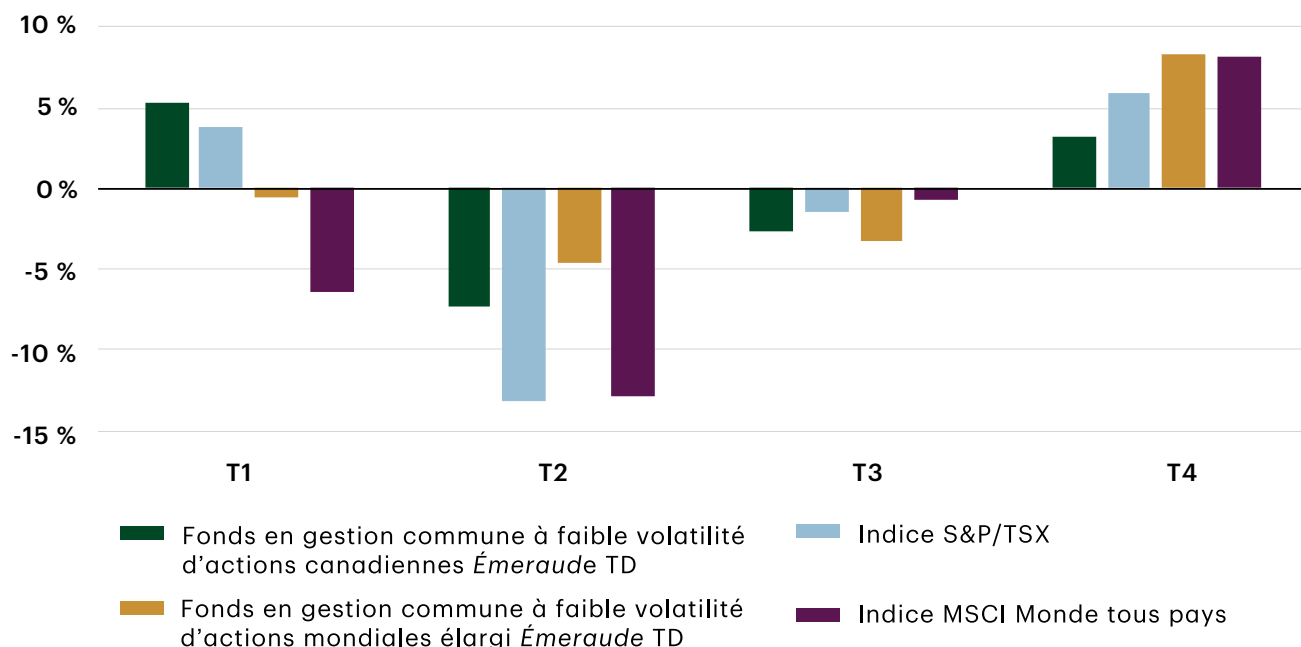
Source : S&P 500 et GPTD. Au 31 octobre 2022.

Malheureusement, comme les stratégies à faible volatilité n'ont pas réussi à offrir une participation raisonnable aux hausses au cours de la reprise survenue après mai 2020, au début de la pandémie de COVID-19, de nombreux investisseurs ont réagi trop rapidement et liquidé leur exposition aux actions à faible volatilité, faisant en sorte qu'ils dépendaient trop des obligations pour se protéger contre les baisses des marchés. De même, les difficultés auxquelles les investisseurs axés sur la valeur ont fait face durant le boom des titres de croissance de la pandémie ont amené nombre d'entre eux à fuir les actions de valeur et à se lancer tête baissée dans les actions de croissance très chères, avec comme seule justification la conviction que le marché ne pourrait jamais se tromper autant.

Même s'il y avait des signes évidents d'une bulle, de nombreux investisseurs craignaient trop de rater une

remontée des marchés pour s'inquiéter des risques accrus qu'un marché surévalué et trop concentré pouvait représenter pour leurs portefeuilles, créant ainsi un contexte de placement unique. Même si 2022 a été une année difficile pour de nombreux investisseurs, elle l'a été beaucoup moins pour les investisseurs en actions à faible volatilité. Ceux qui ont maintenu le cap et n'ont pas perdu de vue les avantages stratégiques à long terme des placements à faible volatilité ont été en mesure de mettre à l'abri leurs actifs grâce à une protection supérieure à la moyenne contre les baisses, plus précisément par rapport à d'autres catégories d'actif liquides qui n'ont pas offert de protection contre les baisses. L'année dernière nous a encore une fois rappelé que la patience finit presque toujours par être payante.

Figure 3 : Rendement trimestriel du Fonds en gestion commune à faible volatilité d'actions canadiennes *Émeraude* TD et du Fonds en gestion commune à faible volatilité d'actions mondiales élargi *Émeraude* TD par rapport à leur indice de référence



Source : GPTD, MSCI et indice S&P 500. Au 31 décembre 2022.

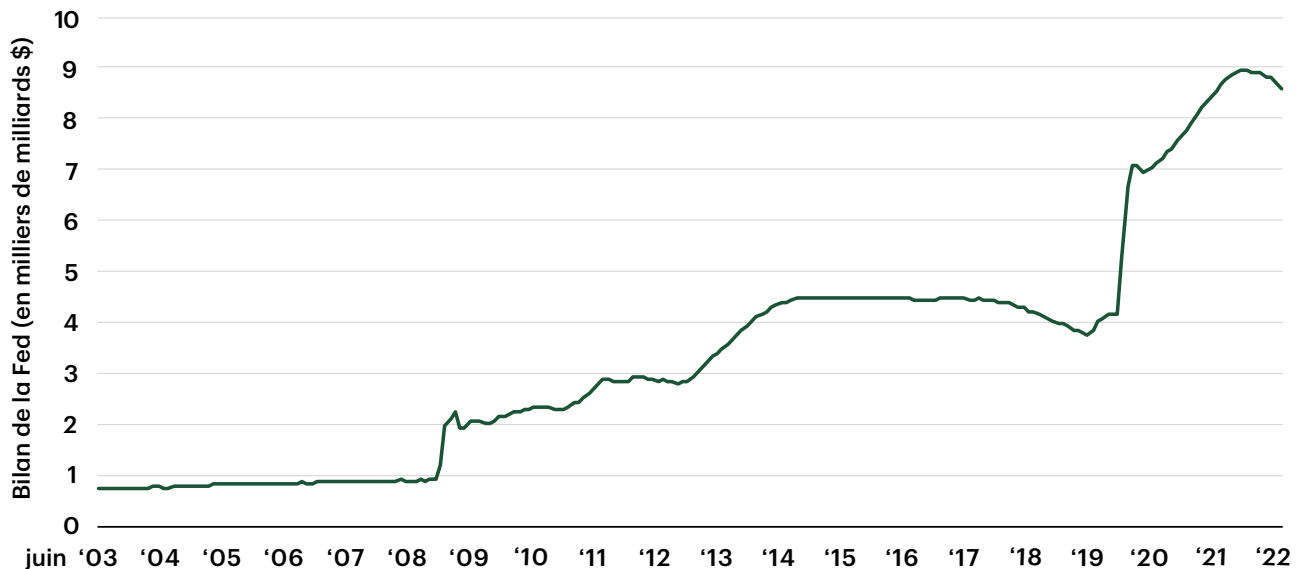
Performance

Les conséquences de 2020

Les marchés obligataires et boursiers ont subi des pertes à deux chiffres en 2022, qui peuvent être attribuées aux excès monétaires et budgétaires de 2020. La pandémie a posé aux gouvernements du monde entier un dilemme socioéconomique extrêmement difficile : choisir entre la perte de vies humaines et les coûts économiques importants liés aux confinements. La plupart des pays ont choisi cette dernière option. Grâce aux mesures de confinement, aux couvre-feux, aux règles de distanciation sociale et aux politiques de télétravail mises en place durant la pandémie de COVID-19, une catastrophe économique mondiale a été évitée, les autorités du monde entier ayant mis en place de

vigoureuses politiques budgétaires et monétaires contracycliques. Cependant, ces politiques n'ont fait que reporter le coût de la pandémie dans les années à venir. Rassurés par la forte reprise de la consommation et de l'emploi, de nombreux investisseurs n'ont pas suffisamment réfléchi aux conséquences à long terme de ces emprunts publics, même si les banques centrales ont acheté jusqu'à 20 % du PIB de leur pays pour maintenir leur économie à flot. Toutefois, comme l'histoire l'a montré à maintes reprises, une dette doit toujours être remboursée, que ce soit par l'imposition de la croissance future ou par l'inflation découlant de la dette.

Figure 4 : Bilan de la Fed (en milliers de milliards \$ US)

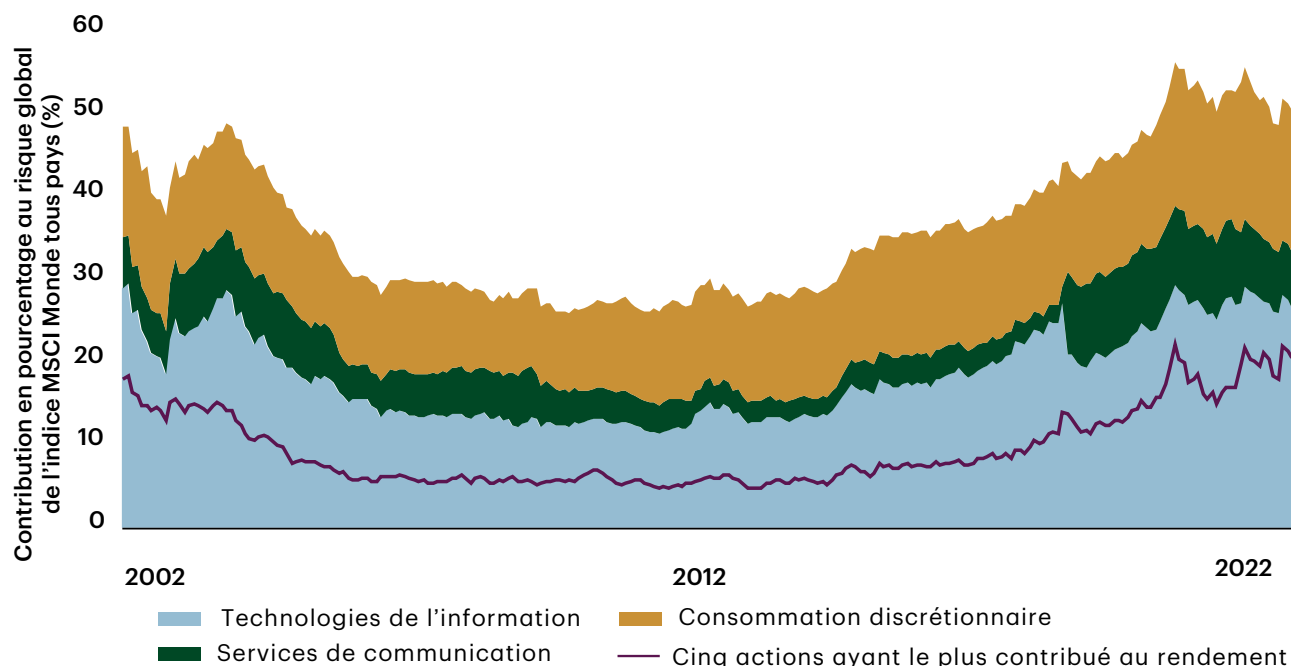


Source : Bloomberg. Au 30 novembre 2022.

Les généreux programmes de relance mis en place par les gouvernements ont maintenu les taux de chômage à un faible niveau et empêché les revenus des ménages de s'effondrer. Toutefois, les possibilités limitées de dépenses en raison des restrictions et des interdictions de voyage ont entraîné une hausse de l'épargne des consommateurs, laquelle a inondé les marchés financiers. Comme les obligations d'État à long terme affichaient des taux de près de zéro, une grande partie de l'épargne excédentaire a été déployée sur les marchés boursiers, que ce soit dans de grandes sociétés prisées des technologies ou dans des placements passifs qui, de par leur conception,

étaient déjà fortement exposés à ces titres de croissance à grande capitalisation. Par conséquent, ces sociétés très endettées, dispendieuses et axées sur le long terme ont réussi à représenter, au sein des indices de référence largement suivis, une part d'une importance jamais vue même au sommet de la bulle du Nasdaq à la fin des années 1990 ou de la crise du logement à la fin des années 2000. Les portefeuilles à faible volatilité avaient une fraction de l'exposition à ces titres des indices de référence pondérés en fonction de la capitalisation, ce qui les exposait beaucoup moins à un risque d'inversion de ce phénomène de concentration.

Figure 5 : Contributions au risque de l'indice MSCI Monde tous pays



Source : GPTD et Bloomberg. Au 30 septembre 2022.

La musique s'est arrêtée

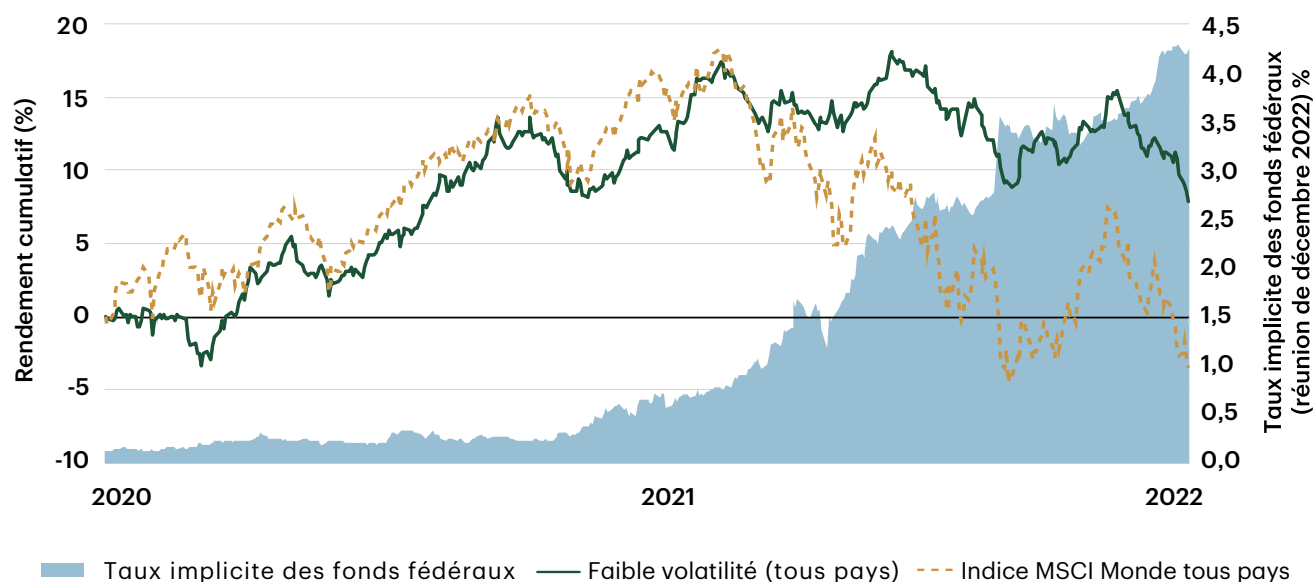
Comme beaucoup de gens auraient dû s'y attendre, ces tendances se sont rapidement inversées lorsque la vaccination généralisée a commencé à atténuer la crise sanitaire. À mesure que les restrictions à l'égard de diverses activités ont été levées, la demande de produits technologiques a diminué. Et à mesure que la croissance économique s'est redressée, l'inflation s'est envolée et le contexte de taux d'intérêt a rapidement changé. Après deux années de mesures de relance monétaire sans précédent, les banques centrales accusaient un retard au printemps 2022, en raison de la vigueur de la demande, des pressions sur la chaîne d'approvisionnement, des pénuries de semi-conducteurs et de la guerre en Ukraine qui a fait grimper les prix des aliments et de l'énergie.

Étant donné le risque que l'inflation élevée s'enracine – plutôt que d'être un phénomène transitoire –, les banques centrales ont brusquement durci le

ton en opérant des hausses de taux d'intérêt à un rythme jamais vu depuis les années 1970. En octobre 2022, le taux des obligations du Trésor américain à 10 ans avait grimpé à 4,2 %, son plus haut niveau en plus d'une décennie, et une hausse de plus de 375 points de base par rapport à son creux de 2020. Les répercussions ont été rapides pour les principaux marchés boursiers; l'indice S&P 500 et le Nasdaq ont plongé en territoire baissier et le processus de déconcentration des indices de référence a commencé. Depuis que la Réserve fédérale américaine a modifié sa position à l'égard de l'inflation en novembre 2021, les actions les plus volatiles ont accusé un retard d'environ 25 % sur les actions moins volatiles dans les marchés développés mondiaux, et l'indice de croissance MSCI a été surpassé d'environ le même pourcentage par l'indice de valeur MSCI.

Contributions

Figure 6 : Stratégies à faible volatilité par rapport à l'indice MSCI Monde tous pays



Source : Bloomberg et GPTD. Au 30 septembre 2022.

En plus des excès monétaires et budgétaires de 2020, d'autres facteurs géopolitiques ont amplifié les difficultés auxquelles les marchés ont fait face en 2022, ce qui a favorisé les stratégies à faible volatilité en termes relatifs. La politique zéro COVID de la Chine et l'invasion de l'Ukraine par la Russie sont probablement les facteurs les plus marquants.

L'intolérance de la Chine à l'égard de la COVID-19

Au début de la pandémie de COVID-19 en 2020, dans le but d'éradiquer la COVID-19 à l'intérieur de ses frontières, la Chine a mis en place une politique zéro COVID qui comprenait des mesures de confinement strictes, des tests de dépistage de masse et des mesures de quarantaine extrêmes pour les voyageurs internationaux. Les principales plaques tournantes commerciales, comme Shanghai et Beijing, ont appliqué des protocoles exigeant que les travailleurs présentent un test de COVID-19 négatif pour entrer dans les espaces publics, et des sociétés comme Tesla et Foxconn, le fabricant d'iPhone, ont mis en place des systèmes en boucle fermée selon lesquels les travailleurs en usine vivaient sur place. Plus de deux ans plus tard, la Chine continue de maintenir l'un des régimes de lutte contre la COVID-19 les plus rigoureux au monde, et les contrôles continus pèsent sur son économie et ont des répercussions sur la chaîne d'approvisionnement mondiale. Bien que le

gouvernement prenne maintenant des mesures pour assouplir certaines politiques relatives à la COVID-19, en partie en raison de l'agitation croissante, une grande partie des dommages économiques ont déjà été causés. De plus, compte tenu du faible taux de vaccination du pays, une autre vague de COVID-19 pourrait entraîner le renouvellement des restrictions, ce qui créerait une nouvelle vague de pressions sur la chaîne d'approvisionnement.

Même si la hausse de l'inflation mondiale en 2022 peut être en grande partie attribuable aux facteurs liés à la demande globale, les contraintes relatives à la chaîne d'approvisionnement découlant de la position de la Chine à l'égard de la COVID-19 ont certainement contribué à ce phénomène. Les répercussions inflationnistes de ces politiques n'ont fait qu'accentuer les pressions à la hausse sur les taux obligataires, ce qui a accéléré le processus de déconcentration observé sur les marchés boursiers et favorisé les actions à faible volatilité en cours de route.

Jeter du pétrole russe sur le feu

Les marchés boursiers ont également connu une flambée de volatilité en raison de l'invasion de l'Ukraine par la Russie en février 2022, et la guerre a contribué aux épisodes de volatilité persistants tout au long de l'année. Bien que le monde ait été impacté par la confiance des investisseurs et la hausse des prix des produits de base, l'Europe a particulièrement souffert de la hausse des prix de l'énergie, compte tenu de sa dépendance à l'approvisionnement russe. Par conséquent, l'inflation dans la région a monté en flèche et demeure persistante, car les prix de l'énergie continuent d'augmenter, situation aggravée par la baisse de l'approvisionnement et les mois d'hiver plus froids.

Comme ses pairs à l'échelle mondiale, la Banque centrale européenne (la « BCE ») a fait passer son taux directeur en territoire positif au troisième trimestre de 2022, avec sa première hausse de taux en plus d'une décennie. Elle a poursuivi son cycle de hausse au quatrième trimestre. Elle demeure déterminée à endiguer l'inflation, qu'elle a décrite comme étant beaucoup trop élevée, même si la région a connu un ralentissement important de la croissance économique et qu'elle est probablement tombée en récession.

Alors que la guerre continue de faire un nombre dévastateur de victimes et d'avoir des répercussions négatives sur le rendement des marchés et la croissance économique, les risques demeurent élevés et le conflit continue de s'intensifier, Putin ayant indiqué son intention d'utiliser tous les moyens à sa disposition pour défendre les territoires récemment annexés par la Russie. Bien que l'inflation en Europe

ne soit pas le principal moteur de la politique monétaire de la Réserve fédérale américaine, l'impact à long terme d'une guerre persistante sur l'offre de produits de base agricoles a eu des répercussions mondiales qui se sont fait sentir bien au-delà de l'Europe. Avec la guerre qui a exacerbé les contraintes d'approvisionnement, lesquelles ont un impact sur l'inflation alimentaire mondiale, et l'Europe qui est coincée entre la flambée des prix de l'énergie et la contraction inévitable de l'économie, nous avons été confrontés à encore plus de difficultés sur les marchés, en particulier en Europe, ce qui a certainement fait bénéficier les stratégies mondiales à faible volatilité sur le plan relatif en 2022 et continuera probablement de le faire tant que la guerre persistera.

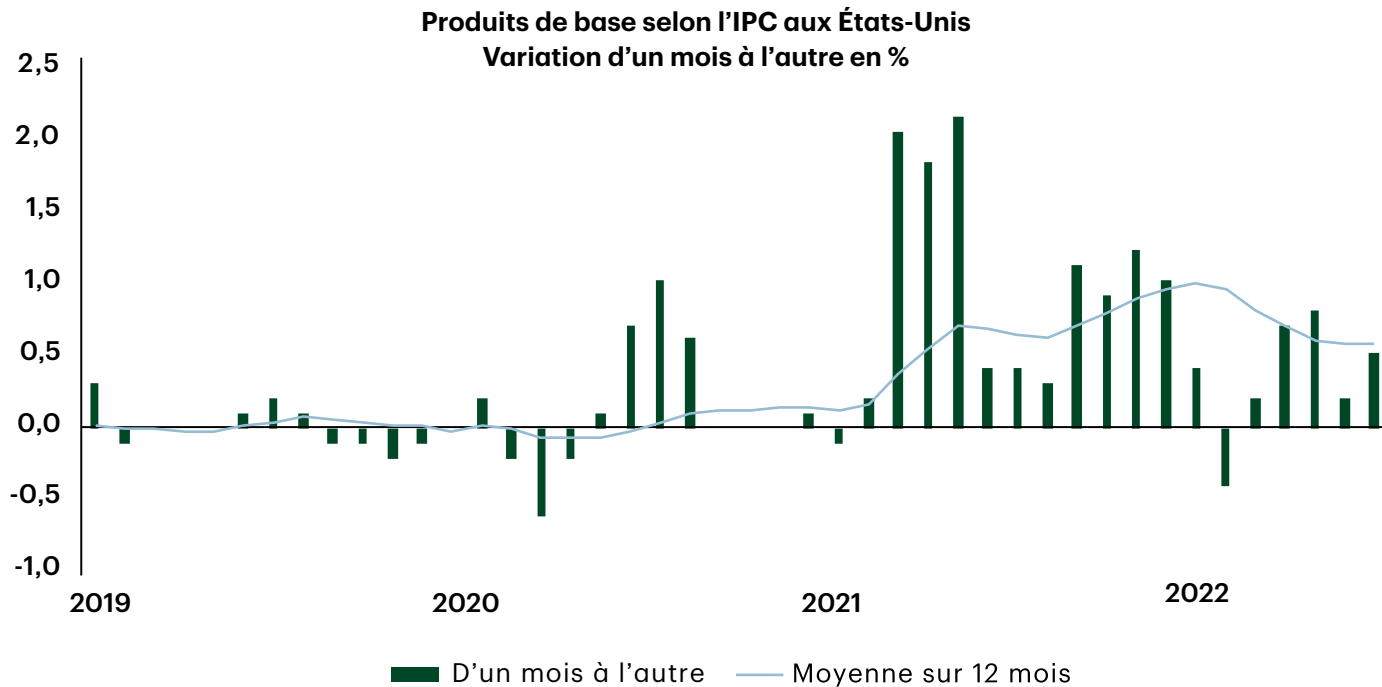
Petit rappel sur l'inflation

La première moitié du troisième trimestre a surtout été marquée par une solide reprise de l'appétit pour le risque compte tenu des signes de plus en plus nombreux de plafonnement de l'inflation. Toutefois, les marchés se sont rapidement repliés, alors que le président de la Réserve fédérale Jerome Powell, déterminé à ne pas répéter les erreurs commises par ses prédécesseurs dans les années 1970, a confirmé l'engagement de la banque centrale à ramener l'inflation à sa cible.

Malgré tout, bien que l'inflation globale semble avoir atteint un sommet en juin au Canada et aux États-Unis, l'assouplissement observé depuis a été attribuable à la baisse des prix de l'essence et du logement. Par ailleurs, l'inflation de base continue de s'accélérer. En particulier, l'inflation dans le secteur des services et la croissance des salaires semblent s'enraciner davantage, ce qui augmente le risque d'une spirale inflationniste.

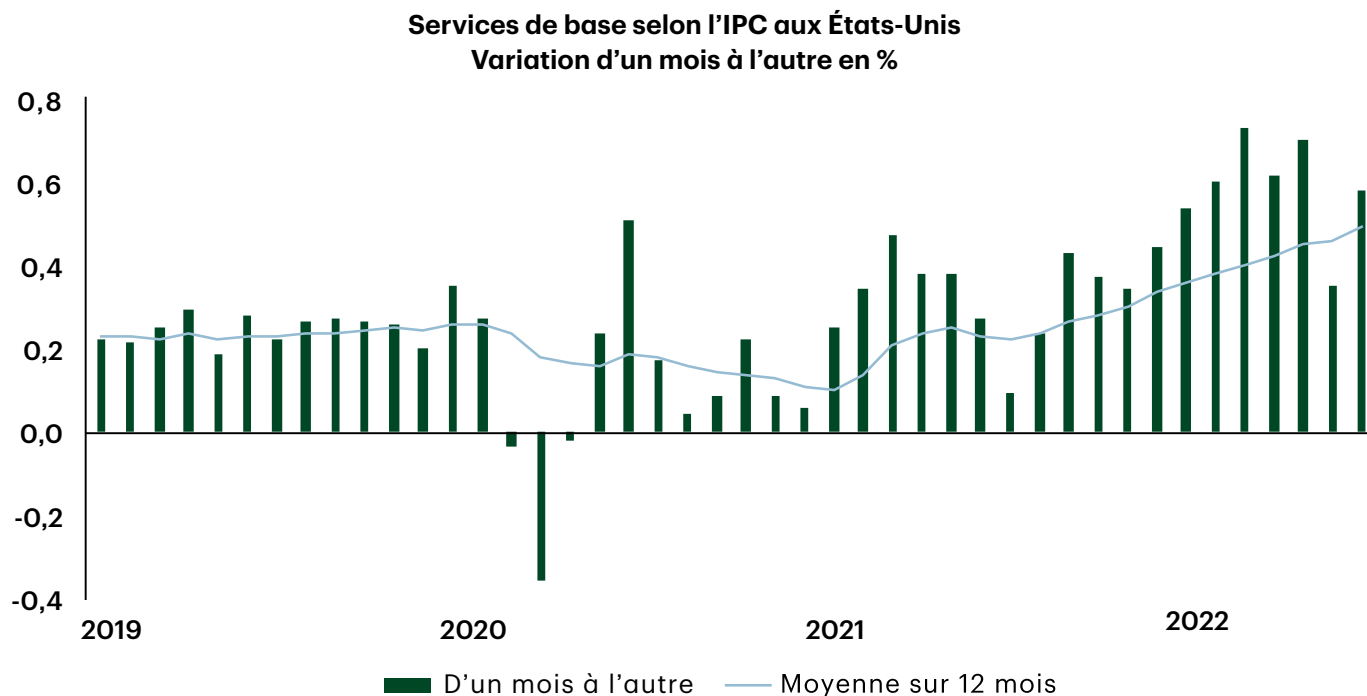
Stratégies

Figure 7.1 : Services de base et produits de base selon l'indice des prix à la consommation aux États-Unis



Source : Bloomberg et GPTD. Au 30 novembre 2022.

Figure 7.2 : Services de base et produits de base selon l'indice des prix à la consommation aux États-Unis



Source : Bloomberg et GPTD. Au 30 novembre 2022.

En conséquence, les banques centrales qui laissent croire à un éventuel changement d'orientation au début de 2023 pourraient se retrouver dans une situation difficile si l'inflation ne ralentit pas autant que prévu, ce qui les obligerait à maintenir leur trajectoire de resserrement. De plus, l'expansion des bilans des banques centrales qui a eu lieu en 2020 ne s'est pas encore renversée, et ce processus, une fois qu'il commencera, contribuera à un resserrement plus efficace des politiques. En bref, il est peu probable que l'argent soit moins cher et que les marchés soient moins volatils avant longtemps, ce qui pourrait favoriser les stratégies à faible volatilité dans un avenir prévisible.

Vue d'ensemble

L'année 2022 a été marquée par des bouleversements, de nombreux événements économiques et géopolitiques ayant perturbé les marchés. C'est une année qui a renforcé l'importance de la diversification des portefeuilles, mais aussi une année où les techniques de diversification traditionnelles – principalement les attentes quant à une corrélation négative entre les rendements des obligations et des actions – n'ont pas tenu la route. Cette situation sert à rappeler que la gestion du risque au moyen d'une répartition appropriée entre les catégories d'actif est nécessaire, mais ne suffit pas. Les investisseurs qui ne tiennent pas compte de la gestion des risques au sein des catégories d'actif sont peu susceptibles d'obtenir le meilleur rendement possible à long terme pour le risque qu'ils courent.

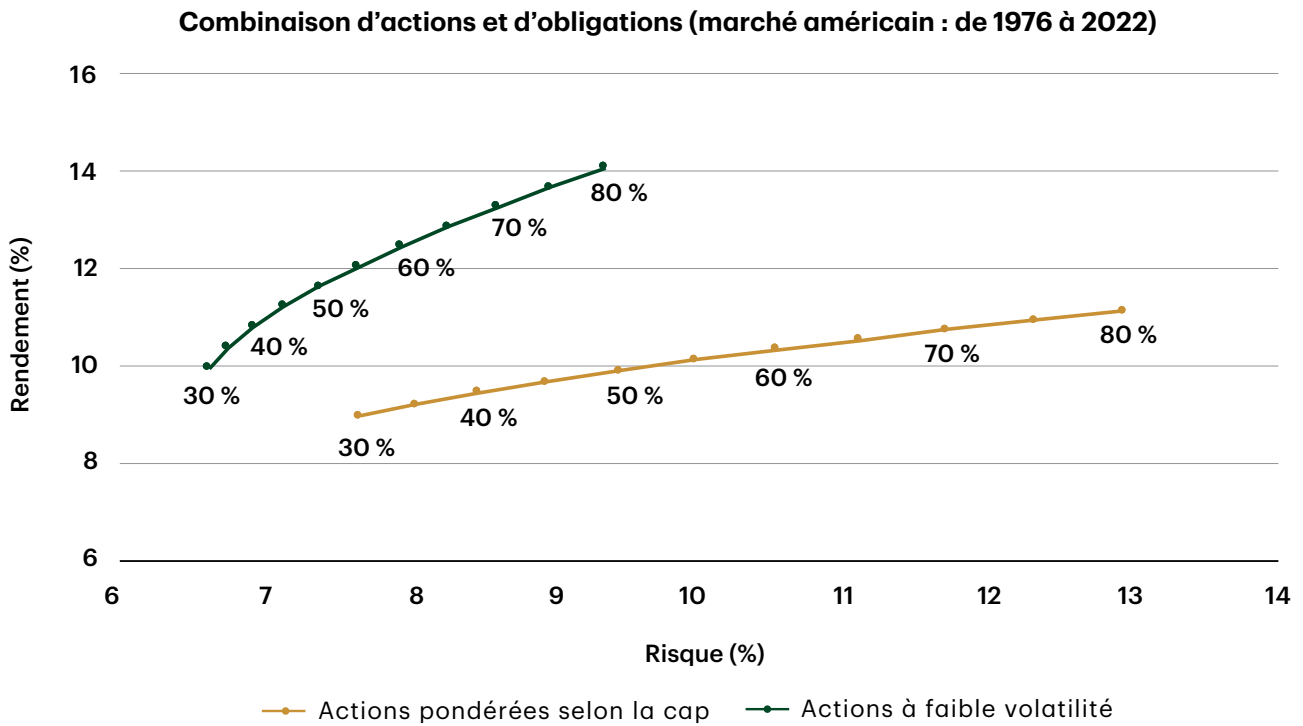
Sur de longues périodes, les actions à faible volatilité se sont avérées une meilleure option que les actions traditionnelles pondérées en fonction de la capitalisation, donnant aux investisseurs une exposition à la prime de risque des actions, sans les soumettre à toute l'ampleur de la volatilité des marchés boursiers. De nombreux observateurs ont tenté de justifier cette anomalie au moyen de la corrélation plus élevée entre les actions à faible

volatilité et les obligations, ce qui donne à penser que les investisseurs renoncent à certains des avantages de la diversification que les actions pondérées en fonction de la capitalisation offrent lorsqu'elles sont détenues dans un portefeuille qui comprend également des obligations.

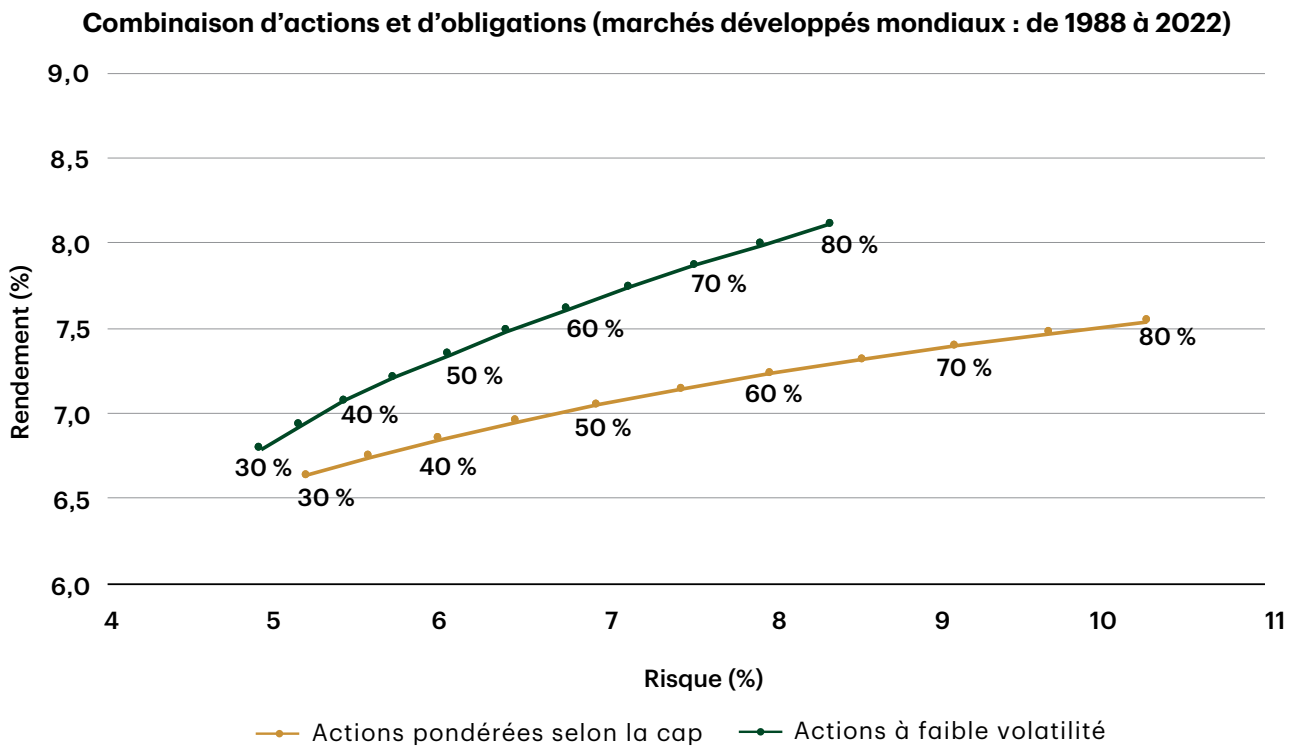
En fait, si nous comparons le rendement ajusté au risque de deux portefeuilles équilibrés d'actions et d'obligations, l'un détenant des actions pondérées en fonction de la capitalisation et l'autre, des actions à faible volatilité, cet argument ne tient pas la route. La perte présumée de diversification est plus que compensée par le niveau de risque beaucoup moins élevé que présentent les actions à faible volatilité selon une répartition égale des actions. Les graphiques ci-dessous montrent qu'à long terme, les actions à faible volatilité dominent systématiquement les actions traditionnelles pondérées en fonction de la capitalisation, obtenant un rendement plus élevé pour un niveau de risque donné dans la composition de l'actif d'un investisseur. Cela souligne l'importance de gérer le risque lié aux actions lorsque la diversification entre les obligations et les actions n'offre pas une protection adéquate.

Perspectives

Figure 8 : L'impact des stratégies à faible volatilité dans la composition de l'actif

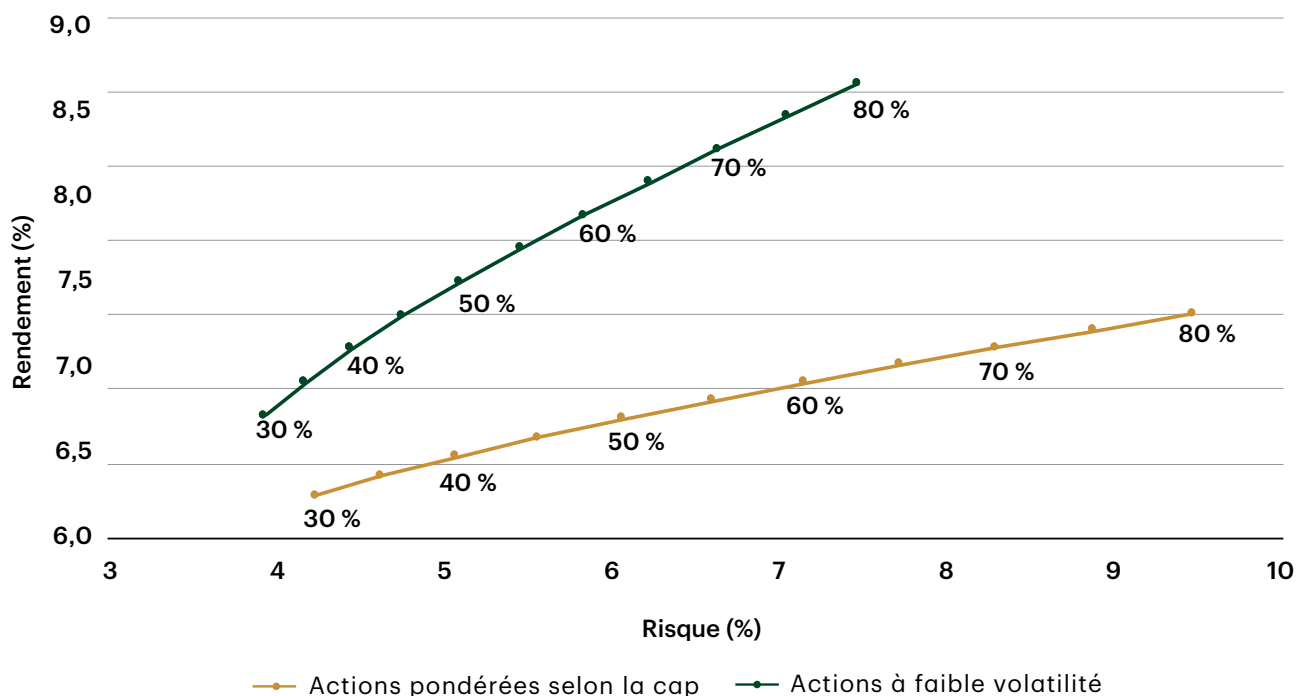


Source : Kenneth R. French Data Library, Federal Reserve Bank of St. Louis. Au 31 juillet 2022.



Source : MSCI Inc., FTSE Global Debt Capital Markets Inc. Au 30 juin 2022.

Combinaison d'actions et d'obligations (marché canadien : de 2009 à 2022)



Source: TDAM, Standard and Poor's, FTSE Russell. Au 30 septembre 2022.

Perspectives

Même si nous croyons que les avantages stratégiques de détenir des actions à faible volatilité à long terme sont évidents, il n'en demeure pas moins que, dans un avenir prévisible, les marchés boursiers feront face à une foule de risques que les investisseurs devront gérer avec soin. Les contraintes liées à l'offre, bien qu'elles s'atténuent alors que les chaînes d'approvisionnement se réajustent lentement pendant la réouverture complète des économies, sont toujours perturbées par la guerre en cours en Ukraine. Maintenant que le taux d'inflation semble ralentir, les investisseurs en ont profité pour prendre plus de risques et investir davantage dans le marché boursier, ce qui a entraîné une remontée. Cependant, il n'est toujours pas clair comment nous allons revenir aux cibles d'inflation à long terme sans créer une certaine capacité excédentaire sur le marché de l'emploi.

Même si les banques centrales n'ont pas encore fini de resserrer leur politique, l'impact de la hausse des taux d'intérêt sur la consommation, les marchés de l'habitation, les dépenses des entreprises et la prise de risques sur les marchés boursiers est également incertain, dans une certaine mesure. Alors que les économies se remettent de la pandémie, nombreux sont ceux qui ont oublié l'énorme dette publique contractée pour éviter la majeure partie du repli

économique catastrophique qui nous attendait si des mesures de relance d'envergure n'avaient pas été mises en œuvre. Nous ne savons pas non plus comment nous allons rembourser cette dette. La combinaison d'une croissance anémique et d'une inflation supérieure à la cible – mais tolérable – pendant de nombreuses années est probablement le prix que nous paierons pour une pandémie dont les coûts économiques n'ont pas encore été entièrement ressentis.

Comme les banques centrales l'ont déjà clairement indiqué, il est peu probable que les taux directeurs soient abaissés avant longtemps, peu importe leur impact sur la croissance économique, tant que l'inflation ne sera pas revenue à la cible. Cela signifie que le processus de déconcentration que nous avons observé sur les marchés boursiers l'an dernier, qui est loin de nous avoir ramenés aux niveaux de concentration des risques du début des années 2010, ne fait probablement que commencer. Si c'est le cas, les investisseurs en actions à faible volatilité pourraient certainement s'attendre à ce que les facteurs favorables jouent en leur faveur au cours de la prochaine décennie, alors que la prise de risques excessifs est lentement éliminée des marchés.

Investir

Suivez Gestion de Placements TD



Pour un public institutionnel canadien seulement. Les renseignements aux présentes ont été fournis par Gestion de Placements TD Inc. à des fins d'information seulement. Ils proviennent de sources jugées fiables. Les graphiques et les tableaux sont utilisés uniquement à des fins d'illustration et ne reflètent pas les valeurs ou les rendements futurs des placements. Ces renseignements n'ont pas pour but de fournir des conseils financiers, juridiques, fiscaux ou de placement. Les stratégies fiscales, de placement ou de négociation devraient être étudiées en fonction des objectifs et de la tolérance au risque de chacun. Le présent document peut contenir des déclarations prospectives qui sont de nature prévisionnelle et pouvant comprendre des termes comme « prévoir », « s'attendre à », « compter », « croire », « estimer » ainsi que les formes négatives de ces termes. Les déclarations prospectives sont fondées sur des prévisions et des projections à propos de facteurs généraux futurs concernant l'économie, la politique et les marchés, comme les taux d'intérêt, les taux de change, les marchés boursiers et financiers, et le contexte économique général; on suppose que les lois et 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, en raison de leur nature, assujetties à des risques et à des incertitudes que nul ne peut prévoir. Les prévisions et les projections pourraient s'avérer inexactes dans l'avenir. Les déclarations prospectives ne garantissent pas les résultats futurs. Les événements réels peuvent différer grandement de ceux qui sont exprimés ou sous-entendus dans les déclarations prospectives. De nombreux facteurs importants, y compris ceux énumérés plus haut, peuvent contribuer à ces écarts. Vous ne devriez pas vous fier aux déclarations prospectives. 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. Gestion de Placements TD Inc. est une filiale en propriété exclusive de La Banque Toronto-Dominion. ^{MD} Le logo TD et les autres marques de commerce sont la propriété de La Banque Toronto-Dominion ou de ses filiales.