

Information sur les placements

Investir dans un contexte de faible rendement : au-delà de l'anticipation des taux d'intérêt

Dans un contexte de taux d'intérêt historiquement faibles, les perspectives de rendements obligataires et l'incidence sur les rendements constituent un sujet d'intérêt constant pour bon nombre d'investisseurs. Dans un récent rapport¹, nous avons utilisé quatre techniques pour estimer où le taux de rendement des obligations du Trésor américain à 10 ans devrait se situer au cours de la prochaine décennie et avons conclu que le taux moyen à long terme anticipé approprié serait de 4 %.

Ce pourcentage laisse entendre que les rendements obligataires sont susceptibles de connaître une hausse globale à moyen ou long terme, exerçant une pression à la baisse sur les rendements des titres à revenu fixe. Ce contexte soulève deux questions d'ordre général chez les investisseurs :

1. Comment pouvons-nous améliorer le rendement des titres à revenu fixe de manière à continuer de respecter les objectifs globaux de rendement des portefeuilles?
2. Pour les régimes de retraite qui cherchent à accroître l'appariement du passif et de l'actif, est-ce le bon moment?

Améliorer le rendement des titres à revenu fixe : anticipation des taux d'intérêt

La première stratégie qui nous vient souvent à l'esprit pour lutter contre les répercussions de la hausse des taux d'intérêt est d'investir les avoirs des portefeuilles de titres à revenu fixe en obligations à courte échéance qui sont moins sensibles à la hausse des taux d'intérêt. Cette stratégie semble simple en théorie; toutefois, il est habituellement avantageux pour les investisseurs de prendre le risque d'investir dans des titres à revenu fixe ayant une longue échéance puisque les obligations à courte échéance offrent généralement un rendement réel plus faible. La figure 1 compare le rendement d'obligations ayant différentes échéances, selon les indices obligataires FTSE TMX Canada.

Figure 1 : Comparaison des rendements d'indices de titres à revenu fixe ayant différentes durations

Indice	Rendement au 30 Juin 2014
Indice global des obligations à court terme FTSE TMX Canada	1.61 %
Indice obligataire universel FTSE TMX Canada	2.44 %
Indice global des obligations à long terme FTSE TMX Canada	3.56 %

Source: FTSE TMX Global Debt Capital Markets Inc.

En raison du rendement désavantageux des titres à revenu fixe de courte durée, les portefeuilles à courte durée n'affichent pas nécessairement un rendement supérieur à celui des portefeuilles de longue durée dans un contexte de hausse des taux d'intérêt. Si la hausse des taux d'intérêt n'est pas suffisamment forte, le rendement supplémentaire des titres ayant une durée plus longue peut compenser les effets négatifs d'une sensibilité plus élevée aux taux d'intérêt. La figure 2 illustre cette dynamique en examinant les prévisions du marché en ce qui a trait aux rendements annualisés sur 1 an et 5 ans, à l'égard desquels les obligations à long terme devraient afficher des résultats supérieurs malgré les attentes du marché en matière de hausse des rendements.

Figure 2 : Comparaison du rendement des obligations à courte et longue durée et des obligations universelles

Indice	Rendement sur 1 an	Rendement annualisé sur 5 ans
Indice global des obligations à court terme FTSE TMX Canada	0.7 %	1.4 %
Indice obligataire universel FTSE TMX Canada	1.1 %	1.8 %
Indice global des obligations à long terme FTSE TMX Canada	1.8 %	2.6 %

Source: PH&N IM, FTSE TMX Global Debt Capital Markets Inc.

Remarque : Cet exemple est présenté à des fins d'illustration seulement. Toutes les données et tous les calculs sont en date du 30 juin 2014.

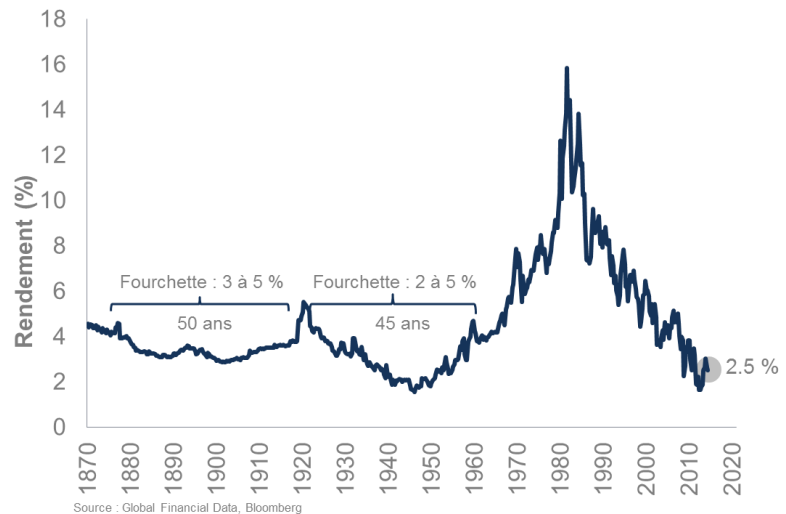
En raison du coût habituellement associé aux placements en obligations à courte échéance, le moment précis des changements de taux d'intérêt est un aspect crucial du recours à l'anticipation des taux d'intérêt dans le but d'améliorer le rendement des portefeuilles. Pour qu'une stratégie de durée courte fonctionne, les taux d'intérêt doivent augmenter plus rapidement et (ou) dépasser les prévisions du marché.

Malheureusement, il n'est pas garanti que les taux augmenteront à court terme du simple fait qu'ils sont actuellement bas. La figure 3 démontre que, d'un point de vue historique, il n'est pas inhabituel de voir les taux d'intérêt demeurer stables pendant une période prolongée – souvent pendant des décennies.

Cela ne signifie pas qu'on ne devrait pas avoir recours aux stratégies d'anticipation des taux d'intérêt, mais plutôt que, étant

donné les difficultés qui y sont rattachées, elles devraient être utilisées avec prudence et ne pas être le seul type de stratégie employé pour lutter contre la hausse des taux d'intérêt.

Figure 3 : Historique à long terme du rendement des obligations du Trésor américain à 10 ans



Améliorer le rendement des titres à revenu fixe : autres stratégies

La difficulté d'accroître constamment la valeur au fil du temps en ayant recours uniquement aux stratégies d'anticipation des taux d'intérêt est la preuve de l'avantage d'adopter une démarche multistratégique pour les portefeuilles de titres à revenu fixe. Les stratégies de crédit constituent un autre vaste groupe qui est souvent ignoré pour lutter contre les vents contraires résultant de la faiblesse des rendements et de la hausse des taux d'intérêt. Les titres de créance – comme les obligations de sociétés, les obligations à rendement élevé ou les titres hypothécaires – peuvent jouer un rôle important dans ce contexte pour deux raisons : premièrement, ils permettent d'accroître le rendement du portefeuille et, deuxièmement, ils peuvent fournir une certaine protection contre la hausse des taux d'intérêt.

Accroissement du rendement

L'accroissement du rendement joue un rôle important sur le plan de la rentabilité des portefeuilles de titres à revenu fixe. Un rendement élevé accroît la rentabilité et la capacité d'atteindre les objectifs de rendement globaux. Les investisseurs qui visent à accroître le rendement d'un portefeuille de titres à revenu fixe peuvent choisir parmi un large éventail de stratégies de crédit. La figure 4 présente des exemples de rendements pour plusieurs types de titres de créance.

Figure 4 : Exemples de rendements de titres de créance

Secteur	Rendement au 30 juin 2014	Écart par rapport aux obligations du gouvernement canadien de même durée
Obligations provinciales ¹	2.6 %	0.5 %
Obligations de sociétés de première qualité ²	3.0 %	0.9 %
Titres hypothécaires ordinaires ³	3.3 %	1.8 %
Obligations à rendement élevé axées sur la prudence ⁴	4.5 %	2.5 %
Titres de créance des marchés émergents ⁵	5.6 %	n/a
Obligations mondiales à rendement élevé ⁶	5.7 %	n/a

Ces types de stratégies de crédit peuvent être particulièrement utiles pour stabiliser l'effritement du rendement d'une stratégie de courte durée. Ce rendement supérieur n'est toutefois pas gratuit. À mesure qu'un investisseur franchit les différents niveaux de titres de créance à la recherche de rendements plus élevés, le niveau de risque associé augmente également. Ces risques peuvent provenir de plusieurs sources, y compris le manque de liquidité et le risque de crédit.

Dans certaines catégories d'actifs, comme les titres hypothécaires, le manque de liquidité accentue l'importance d'effectuer une bonne analyse fondamentale de chaque titre parce qu'une fois le titre acquis, il est difficile – voire impossible – de s'en départir avant l'échéance. Le fait d'être prêt à accepter ce manque de liquidité permet aux investisseurs d'obtenir en grande partie le rendement additionnel qu'offrent les catégories d'actifs non liquides.

Le rendement supérieur attendu des stratégies de crédit compense habituellement le risque de crédit accru. Cela accentue de nouveau l'importance d'effectuer une bonne analyse du crédit. Les stratégies de crédit sont plus avantageuses lorsque la compensation du risque inhérent est adéquatement définie dès le début afin de pouvoir en assurer la surveillance.

¹ Indice des obligations provinciales à moyen terme FTSE TMX Canada

² Indice des obligations de sociétés à moyen terme FTSE TMX Canada

³ Représentés par le Fonds fiduciaire de retraite d'hypothèques PH&N, série O

⁴ Représentées par l'indice BoA/Merrill Lynch des obligations de sociétés américaines à rendement élevé notées BB

⁵ Représentés de la manière suivante : 40 % par l'indice JP Morgan Corporate Emerging Markets Bond Index Broad Diversified (CEMBI, sociétés, devise forte), 40 % par l'indice JP Morgan Government Bond Index-Emerging Markets Broad Diversified (GBI-EM, devise locale souveraine) et 20 % par l'indice JP Morgan Emerging Markets Bond Index Global Diversified (EMBI, devise forte souveraine)

⁶ Représentées par l'indice BoA/Merrill Lynch Global High Yield Constrained Index

Protection contre la hausse des taux d'intérêt

En plus d'accroître le rendement d'un portefeuille de titres à revenu fixe, les stratégies de crédit peuvent aussi offrir une certaine protection contre la hausse des taux d'intérêt, de deux façons.

Tout d'abord, les stratégies de crédit ont habituellement une durée plus courte que celle du portefeuille global. Cela diminue la sensibilité du portefeuille aux mouvements des taux d'intérêt tout en empêchant l'effritement du rendement des stratégies de courte durée.

La deuxième méthode de protection contre la hausse des taux d'intérêt est la compression des écarts. Un contexte de hausse des taux d'intérêt coïncide habituellement avec l'amélioration de la conjoncture économique. Une conjoncture économique plus favorable accroît généralement la qualité de crédit des émetteurs en augmentant leur capacité de rembourser leur dette et en réduisant le risque de non-paiement. Cette réduction du risque de non-paiement entraîne une diminution des différentiels de taux et offre souvent une protection contre la hausse des taux d'intérêt. Cela dit, cette capacité d'amortissement a ses limites; plus le différentiel de taux diminue, moins il permet d'absorber les chocs.

L'anticipation des taux d'intérêt dans un cadre de placements axés sur le passif

Jusqu'ici, nous nous sommes concentrés uniquement sur le côté actif de l'équation de placement. Lorsque nous élargissons la portée de la discussion pour nous pencher également sur le passif, nous constatons que la faiblesse des rendements et la hausse des taux d'intérêt créeront en outre des difficultés dans un contexte de placements axés sur le passif. Les vents contraires qui touchent les rendements dans un contexte axé sur l'actif uniquement sont aussi présents dans un contexte de placements axés sur le passif.

Pour se protéger contre la hausse des taux d'intérêt, bon nombre de régimes de retraite investissent déjà dans des portefeuilles de courte durée qui diminueront la sensibilité aux mouvements des taux d'intérêt. Toutefois, cette stratégie crée souvent un écart important entre la durée de l'actif et celle du passif. Le risque inhérent à cet écart est souvent plus important qu'il peut sembler à première vue, particulièrement si l'on considère que la majorité des portefeuilles ne sont pas entièrement investis en titres à revenu fixe et que, pour certains, le sous-financement fait en sorte que le passif soit déjà plus important que l'actif correspondant en valeur monétaire.

Un régime de retraite à prestations déterminées type peut avoir un ratio de couverture des taux d'intérêt d'à peine 16,6 %. Cela signifie que, pour un changement donné des taux d'intérêt, la valeur de l'actif changerait seulement de 16,60 \$ pour chaque changement de 100 \$ de la valeur du passif. La figure 5 présente un exemple de calcul du ratio de couverture des taux d'intérêt.

Figure 5 : Exemple de ratio de couverture des taux d'intérêt

	Passif	Actif
Duration (années)	15.0	6.7 ⁷
Pourcentage de titres à revenu fixe	100 %	40 %
Taille (\$)	100,00 \$	93,00 \$ ⁸
Incidence d'un changement de 1 % des rendements (\$)	-\$15,00	-2,49 \$
Ratio de couverture des taux d'intérêt ⁹		16,6 %

Cela révèle que, consciemment ou non, bon nombre de régimes de retraite à prestations déterminées sont déjà en bonne position pour tirer grandement avantage d'une hausse éventuelle des taux d'intérêt (et subir les répercussions négatives d'une baisse des taux). C'est pourquoi nous avons tendance à encourager les régimes de retraite à se concentrer sur le rendement élevé que procurent les obligations à longue durée, dont le portefeuille bénéficiera au fil du temps, tout en réduisant le risque global du portefeuille.

Néanmoins, de nombreux régimes de retraite craignent, à juste titre, de prolonger la durée étant donné les niveaux actuels de rendement. La mise en œuvre d'une trajectoire d'évitement de risque peut permettre à un régime d'accroître systématiquement le ratio de couverture des taux d'intérêt, lui permettant de réattribuer le budget de risque à d'autres stratégies visant à lutter contre les vents contraires que créent la faiblesse des rendements et la hausse des taux d'intérêt.

Conclusion

Nous sommes indéniablement dans un contexte de faible rendement, alors que beaucoup d'indicateurs pointent vers une trajectoire ascendante des taux d'intérêt au cours des prochaines années. Ces attributs ont des répercussions négatives sur les rendements des titres à revenu fixe qui créent une conjoncture difficile non seulement pour les investisseurs traditionnels qui suivent un indice de référence axé sur le marché, mais également pour ceux qui adoptent une démarche axée sur le passif.

Étant donné ces difficultés, que peuvent faire les investisseurs pour tenter d'accroître les rendements? Le premier réflexe pour nombre d'entre eux est d'adopter une stratégie d'anticipation des taux d'intérêt qui réduit la durée de leur portefeuille de titres à revenu fixe. Toutefois, ces stratégies comportent leur part de défis, surtout lorsque les prévisions de l'investisseur relatives aux taux rejoignent celles de l'ensemble du marché obligataire. Une démarche multistratégique qui vise à tirer parti des avantages des stratégies de crédit ainsi que des interactions entre les stratégies constitue donc une philosophie de placement utile pour obtenir des rendements constamment supérieurs sur les titres à revenu fixe.

⁷ Durée de l'indice obligataire universel FTSE TMX Canada

⁸ On suppose une capitalisation du régime de retraite de 93 %.

⁹ Soit $2,49 \$ \div 15,00 \$$, en supposant qu'il n'y a aucune corrélation entre les éléments de passif et les éléments d'actif autres que ceux à revenu fixe.

De nombreux régimes de retraite ont déjà adopté une courte duration relativement aux éléments de passif et sont susceptibles de tirer avantage de la hausse des taux d'intérêt. Néanmoins, ils pourraient chercher à prolonger la duration et à réduire le risque inhérent à un si grand écart de duration entre les éléments d'actif et les éléments de passif. À cet égard, l'introduction d'une trajectoire d'évitement de risque permettrait aux investisseurs de réattribuer le budget de risque disponible à d'autres stratégies de recherche de rendement dans le but d'obtenir un rendement supérieur au passif et de contrer les effets de la hausse des taux d'intérêt.

Pour obtenir de plus amples renseignements, veuillez communiquer avec votre gestionnaire de portefeuilles institutionnels de PH&N GP ou communiquer avec nous par téléphone au 1-855-408-6111 ou par courriel à l'adresse institutions@phn.com

Ce document est fourni par Phillips, Hager & North gestion de placements (PH&N GP) à titre d'information uniquement; il ne peut être reproduit, distribué ou publié sans le consentement écrit de PH&N GP. Il ne constitue pas un avis professionnel et ne doit en aucun cas être considéré comme tel.

PH&N GP prend des mesures raisonnables pour fournir des renseignements exacts, fiables et à jour et les croit ainsi au moment d'aller sous presse. Les renseignements obtenus auprès de tiers sont jugés fiables; toutefois, aucune déclaration ni garantie, expresse ou implicite, n'est faite par PH&N GP, ses sociétés affiliées ou toute autre personne quant à leur exactitude, leur intégralité ou leur bien-fondé. Nous n'assumons aucune responsabilité à l'égard des erreurs ou des omissions. Les points de vue et les opinions exprimés dans le présent document sont ceux de PH&N GP à la date de publication et peuvent changer sans préavis. Ces renseignements ne doivent pas être considérés comme une offre ou une sollicitation de vente ou d'achat de titres ni de participation ou d'inscription à des services.

Les investissements dans des fonds communs de placement peuvent comporter le paiement de commissions, de commissions de suivi, de frais et de dépenses de gestion. Veuillez lire la notice d'offre du fonds avant d'investir. Les fonds communs de placement ne sont pas garantis par la Société d'assurance-dépôts du Canada ni par aucun autre organisme gouvernemental d'assurance-dépôts. Les valeurs unitaires des fonds varient fréquemment. Les rendements antérieurs peuvent ne pas se répéter.

PH&N GP est une division de RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. (RBC GMA) est la division de la Banque Royale du Canada qui s'occupe de la gestion des actifs et qui comprend RBC Gestion mondiale d'actifs Inc., RBC Global Asset Management (U.S.) Inc., RBC Global Asset Management (UK) Limited, RBC Alternative Asset Management Inc. et BlueBay Asset Management LLP, qui sont toutes des filiales en propriété exclusive de la Banque Royale du Canada et des entités distinctes mais affiliées.

^{MD} / ^{MC} Marque(s) de la Banque Royale du Canada, utilisée(s) sous licence.

© RBC Gestion mondiale d'actifs Inc., 2014. Date de publication : 25 juin 2014 IC1406331

