

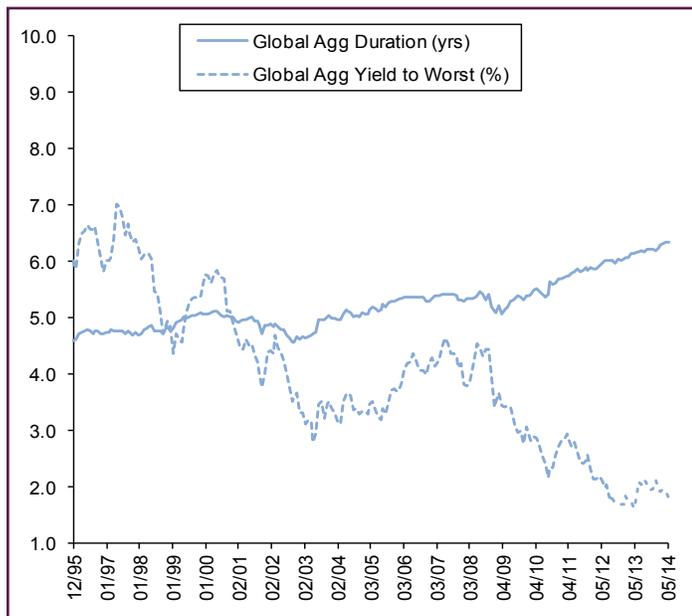
# LES INVESTISSEURS EN TITRES À REVENU FIXE ONT DES OPTIONS POUR ACCROÎTRE LES RENDEMENTS ET RÉDUIRE LES RISQUES

Par Michael McMurray, CFA  
Conseiller principal

Comme tous les investisseurs le savent, les rendements effectifs et totaux des titres à revenu fixe tendent à la baisse depuis de nombreuses années, ce qui réduit la capacité des institutions d'atteindre leurs objectifs financiers. Avec des taux d'intérêt aussi bas qu'actuellement, le risque de rendements négatifs dus à l'augmentation des taux d'intérêt est une autre préoccupation.

Dans la figure 1, nous constatons que la durée de l'indice Barclays Global Aggregate a augmenté en raison de la diminution des taux d'intérêt et de l'émission accrue d'obligations à long terme pour satisfaire les besoins des investisseurs institutionnels pour honorer leurs engagements futurs. En même temps, le rendement jusqu'à l'échéance a diminué et, par conséquent, les risques sur les marchés obligataires mondiaux augmentent depuis de nombreuses années.

**Figure 1: Indice Barclays Global Aggregate**

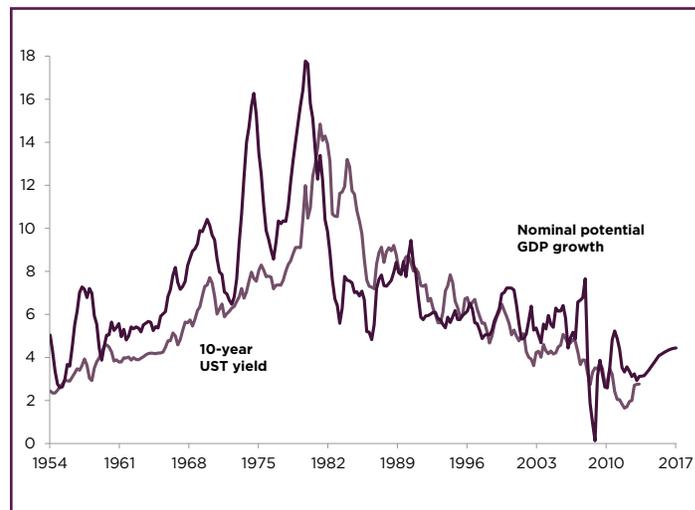


Source: Barclays Capital. Données au 30 mai 2014

Comme on peut le voir à la figure 2, le rendement de l'obligation du Trésor américain de 10 ans a évolué sensiblement au diapason de la croissance du PIB nominal. Dans une présentation récente, J.P.Morgan a évoqué un scénario selon lequel le monde développé ne peut plus compter sur la forte croissance qu'il a connue depuis la Deuxième Guerre mondiale et une croissance réelle de 2,0 % à 2,5 % est plus réaliste pour l'avenir. Si l'on ajoute cela à l'inflation de 2,0 %, on obtient une croissance prévisionnelle du PIB nominal de 4,0 % à 4,5 %.

Comme l'illustre la figure 2, cela pourrait se solder par des rendements similaires pour les obligations du Trésor de 10 ans. Ce scénario laisse entrevoir des perspectives peu engageantes de perte de capital dues à l'augmentation des rendements (les obligations du Trésor américain de 10 ans se situent actuellement à 2,4 %) alors que le revenu se maintient en termes historiques à des niveaux faibles.

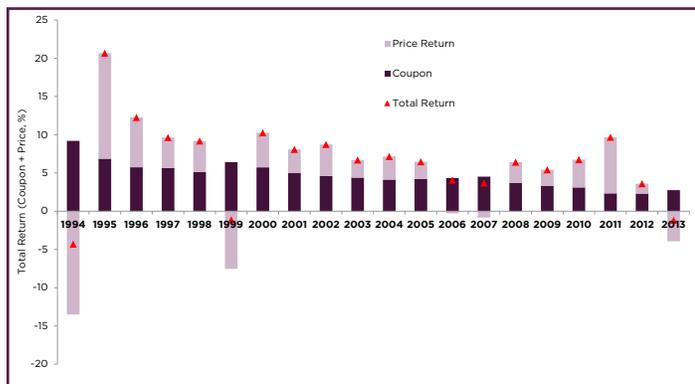
**Figure 2 : Croissance du PIB potentiel des États-Unis et rendement des obligations du Trésor américain de 10 ans (%)**



Source: Congressional Budget Office, JPMSL, JPMAM; données et prévisions de mai 2014

Beaucoup d'investisseurs craignent aujourd'hui un double revers si les marchés boursiers chutent dans un contexte de hausse des taux d'intérêt. La figure 3 montre que, les années précédentes, quand les prix des obligations baissaient, le coupon était suffisamment important pour limiter les pertes. Mais, le faible taux des coupons actuels assure peu de revenu pour protéger contre des pertes de capital.

**Figure 3 - Attribution du rendement de l'Univers obligataire FTSE/TMX**



Source: BlackRock, FTSE TMX Global Debt Capital Markets Canada

Dans ce contexte, beaucoup d'investisseurs envisagent d'élargir leur portefeuille d'obligations en se concentrant sur une augmentation des rendements effectifs, des rendements totaux et la protection contre une baisse. Cet article présente un aperçu général des options les plus communément disponibles pour les investisseurs institutionnels. Pavilion se fera un plaisir de vous présenter ces options plus en détail et de fournir des recherches sur demande.

**Les suspects habituels**

Historiquement, les investisseurs en titres à revenu fixe essayaient d'améliorer leurs rendements et leur revenu en affectant une partie de leurs titres à revenu fixe de base (Core) à des mandats d'obligations de sociétés de bonne qualité. Plus récemment, ils se sont plutôt intéressés aux obligations à rendement élevé et aux titres à revenu fixe mondiaux.

**Obligations de sociétés canadiennes**

Le transfert d'une partie du mandat de l'Univers obligataire FTSE/TMX vers un mandat individuel d'obligations de sociétés augmentera la pondération des titres de bonne qualité ou à rendement élevé au-dessus de celle de l'indice actuellement ( $\pm 30\%$  pour les obligations de bonne qualité,  $0\%$  pour les obligations à rendement élevé). Cela a l'avantage d'ajouter du rendement au portefeuille et potentiellement d'accroître son rendement global. Bien que les écarts de crédit des obligations de sociétés canadiennes aient considérablement diminué depuis 2009, ils ne sont actuellement que légèrement inférieurs à leurs moyennes à long terme. Nous notons cependant que, comme l'indice Univers obligataire FTSE/TMX contient

déjà  $30\%$  d'obligations de sociétés, les investisseurs doivent décider avec prudence quelle sera la pondération totale d'obligations de sociétés acceptable dans leurs portefeuilles. Le risque propre à cette stratégie est que les écarts de crédit augmentent et que les obligations de sociétés affichent une contreperformance. Les risques de défaut existent aussi, mais ils concernent surtout les titres à rendement élevé.

Historiquement, l'indice des obligations de sociétés FTSE/TMX a dépassé l'indice Univers obligataire FTSE/TMX avec la même volatilité, et le gestionnaire d'obligations de sociétés canadiennes actif médian a dépassé l'indice des obligations de sociétés FTSE/TMX avec une volatilité légèrement inférieure. Par conséquent, il est établi que, à long terme, l'inclusion d'un mandat d'obligations de sociétés canadiennes géré activement peut augmenter les rendements comparativement à l'indice Univers obligataire FTSE/TMX. Le choix du moment est important, car l'accroissement ou la diminution des écarts de crédit des obligations de sociétés influera sur les rendements relatifs des obligations de sociétés par rapport aux obligations gouvernementales.

**Titres à revenu fixe mondiaux**

Pour diversifier un portefeuille de titres à revenu fixe, on peut aussi y inclure des titres à revenu fixe mondiaux. La figure 4 illustre l'évolution de la composition des marchés obligataires mondiaux au cours des 30 dernières années et leur décentrage au détriment des États-Unis, ce qui assure une meilleure diversification aux investisseurs.

**Figure 4 : Pourcentage du marché obligataire mondial en fonction de la taille des actifs**

	31/12/1983	31/12/2013
États-Unis	60.7%	37.9%
Marchés développés hors États-Unis	38.2%	48.3%
Marchés émergents	1.1%	13.9%

Sources: J.P. Morgan Asset Management

L'indice Barclays Global Aggregate est un indice en monnaie locale composé d'obligations de sociétés et d'obligations souveraines de bonne qualité ( $\pm 22\%$ ), comprenant des marchés émergents ( $\pm 6\%$ ), et est utilisé par beaucoup de gestionnaires de titres à revenu fixe mondiaux comme indice de référence. La durée est légèrement inférieure à celle de l'indice Univers obligataire FTSE/TMX (6,2 contre 6,7).

L'indice Barclays Global Aggregate a dépassé l'indice Univers obligataire FTSE/TMX ces dernières années, mais l'indice Univers dégage de meilleurs rendements à long terme. L'indice Barclays a été beaucoup plus volatil que l'indice Univers en raison de l'absence d'une couverture de change. Le gestionnaire de titres à revenu fixe mondiaux médian a dépassé l'indice BG Aggregate et l'indice Univers obligataire FTSE/TMX. Par conséquent, même si un investissement en

titres à revenu fixe mondiaux passifs semblait intéressant, un gestionnaire actif pourrait ajouter de la valeur à un portefeuille de titres à revenu fixe canadiens. Cette valeur ajoutée s'accompagnerait d'une volatilité nettement plus élevée à moins qu'un programme de couverture de change soit en place, ce qui réduirait le plus probablement la valeur ajoutée du gestionnaire.

**Prêts bancaires américains**

Les investisseurs institutionnels aux États-Unis ont récemment manifesté un intérêt pour le marché des prêts bancaires, qui se compose de prêts à taux variable de qualité inférieure, occupant un rang supérieur dans la structure du capital et, dans la plupart des cas, une sûreté est assurée par des biens portés en garantie. Ces prêts sont normalement consentis par les banques et d'autres institutions financières pour aider les sociétés à financer des acquisitions, des restructurations ou des transactions à fort effet de levier. Le taux d'intérêt versé sur ces prêts a deux composantes – l'écart de crédit fixe plus un taux de référence sous-jacent variable et révisé périodiquement (habituellement le taux LIBOR à trois mois).

Les rendements historiques révèlent que les prêts adossés (représentés par l'indice CS Leveraged Loan) ont assuré une source de revenu à taux variable avec une volatilité relativement faible. En outre, les caractéristiques de taux variable de courte durée devraient assurer un flux de revenu croissant dans un environnement de hausse des taux d'intérêt. Les prêts bancaires peuvent aussi offrir un profil de diversification intéressant par rapport à d'autres actifs à revenu fixe comme les obligations du Trésor américain.

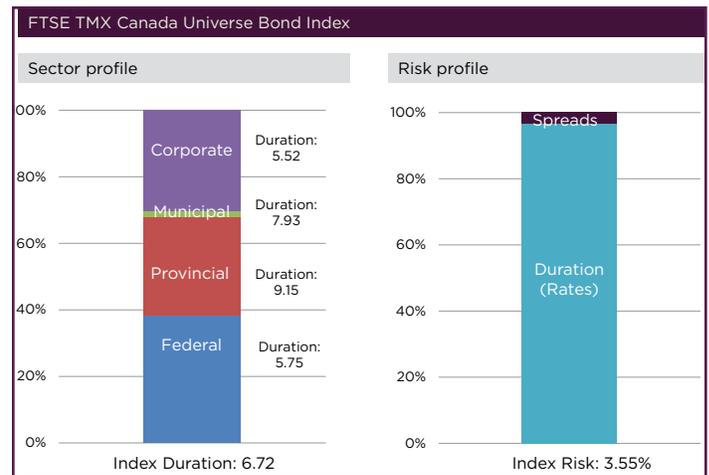
À l'instar d'autres investissements à rendement élevé, les prêts bancaires exposent les investisseurs au risque de défaut et au risque associé de perte de capital. De plus, la majorité des prêts bancaires sont rachetables en permanence et le potentiel d'appréciation du cours est par conséquent limité puisque toute amélioration anticipée du risque de crédit de l'emprunteur entraîne habituellement une retarification ou un refinancement de la facilité de crédit existante. Enfin, pendant des périodes de forte demande de prêts bancaires, les emprunteurs peuvent émettre des prêts non garantis au lieu d'obligations à rendement élevé ou des prêts à clauses restrictives moins strictes assurant moins de protection aux investisseurs.

Les obligations à rendement élevé se distinguent des prêts bancaires en ce qu'elles assurent aux investisseurs des coupons relativement plus élevés qui ne sont pas rachetables, permettant potentiellement de plus grands rendements du capital. Cela s'accompagne du risque de taux d'intérêt et de la perte potentielle de capital qui est associée. Les obligations à taux élevé occupent normalement aussi un rang inférieur dans la structure du capital et par conséquent ont des taux de recouvrement moindres en cas de défaut.

**Les problèmes que soulèvent les suspects habituels**

L'indice Univers obligataire FTSE/TMX est considéré comme l'indice d'obligations canadiennes de bonne qualité le plus diversifié, et la plupart des mandats de titres à revenu fixe de base l'utilisent comme indice de référence. Il se compose d'obligations fédérales (38 %), provinciales (30 %), municipales (2 %) et de sociétés (30 %). Cependant, comme on peut le voir à la figure 5, malgré cette diversification, le risque (écart-type du rendement total sur la base de 156 semaines de rendements équi pondérés) de l'indice est presque exclusivement lié au taux d'intérêt.

**Figure 5 – Profil de risque de l'indice Univers obligataire FTSE/TMX**



Source: BlackRock

L'ajout d'une dose d'obligations de sociétés augmentera le rendement du portefeuille et transférera une partie du risque global de la durée vers les écarts de crédit, mais le risque restera majoritairement relié à la durée. L'ajout de titres à revenu fixe mondiaux diversifiera le risque de durée en l'étalant entre de multiples pays dont les taux n'augmenteront peut-être pas tous en même temps, mais expose le portefeuille en cas de hausse coordonnée des taux d'intérêt. L'exposition aux différentes monnaies est aussi un enjeu important puisqu'elle accroîtra la volatilité du portefeuille. Une couverture de change est une solution, mais elle supprime également une source de valeur ajoutée potentielle de l'arsenal du gestionnaire d'obligations mondiales.

**Mandats opportunistes**

Sur le marché actuel, beaucoup d'institutions s'intéressent à des mandats qui offrent de plus grandes possibilités d'investir dans plus que les composants locaux de leur indice obligataire pour tenter d'augmenter le rendement effectif, les rendements globaux et la protection contre la baisse dans un contexte de hausse des taux d'intérêt. Comme il a été mentionné précédemment, nous ne présentons qu'une brève introduction de plusieurs stratégies qui pourraient être intéressantes pour nos clients. Des informations et des analyses complémentaires peuvent être fournies sur demande.

## Core Plus

Les mandats Core Plus permettent aux gestionnaires de détenir environ 10 % à 30 % de titres hors indice de référence (obligations à rendement élevé, obligations mondiales, obligations des marchés émergents, titres adossés à des actifs) ou de modifier les pondérations des composantes de l'indice de référence (obligations fédérales, provinciales, de sociétés de bonne qualité). Ce genre de mandat donne aux gestionnaires la possibilité de se positionner de manière opportuniste entre les investissements à revenu fixe, mais seulement dans une partie limitée du portefeuille (voir figure 6).

Nous relevons que les produits Core Plus canadiens gérés par des sociétés de gestion de placement canadiennes tendent à s'écarter de l'indice Univers obligataire FTSE/TMX en augmentant l'exposition aux obligations de sociétés canadiennes et américaines. Les produits gérés par des sociétés mondiales comprennent généralement des titres à revenu fixe mondiaux (gouvernementaux ou de crédit).

Notre analyse de performance révèle que le gestionnaire Core Plus médian a réussi à dépasser à la fois l'indice de référence Univers obligataire FTSE/TMX Canada et une répartition 80/20 de l'indice Univers obligataire et de l'indice des obligations de sociétés FTSE/TMX avec environ la même volatilité. Le gestionnaire Core Plus médian a dépassé un portefeuille de deux gestionnaires spécialisés, mais pas de beaucoup. Cela dit, la capacité du gestionnaire Core Plus de transférer des actifs dans des secteurs présentant un potentiel peut être un avantage ajouté pendant les périodes de dislocation. La performance supérieure des gestionnaires Core Plus a augmenté au cours des cinq dernières années puisque beaucoup ont su profiter d'écarts de crédit extrêmement vastes en 2009.

Figure 6

	Univers canadien Core Plus	Mondiaux	Barclays U.S. Aggregate
Durée	± 25 % de l'indice	0 à 10 ans; peut être courte dans certains pays	6,7
Positions hors indice	Max. 30 %	100 %	----
Émetteurs étrangers	Max. 30 %	100 %	0 %
Monnaie étrangère sans couverture de change	Max. 20 %	0 %	0 %
Monnaie étrangère avec couverture de change	0 %	Jusqu'à 150 % brut; positions nettes courtes permises	0 %
Créances marchés émergents	Max. 15 %	Max. 50 %	0 %
Qualité moyenne du portefeuille	A ou supérieure	BBB ou supérieure	AA
Qualité inférieure	Max. 15 %	Max. 30 %	0 %
Qualité minimale	CCC	C	BBB

Source: Base de données Pavilion

## Titres à revenu fixe mondiaux sans contrainte

Les mandats opportunistes permettent aux gestionnaires d'investir comme bon leur semble dans n'importe quel domaine des marchés de titres à revenu fixe. Ces mandats sont mondiaux par nature puisque l'objectif est de permettre la plus vaste gamme d'options d'investissement possible. Globalement, nous nous attendons à ce que les gestionnaires mondiaux sans contrainte : 1) prennent des paris plus importants sur la durée que pour les produits de titres à revenu fixe mondiaux standard, 2) détiennent plus de titres des marchés émergents et de titres à rendement élevé, 3) prennent directement des positions acheteurs et vendeurs sur les devises et 4) se montrent plus dynamiques dans leurs rotations entre les stratégies.

Le gestionnaire mondial médian sans contrainte a dépassé l'indice Barclays Global Aggregate d'une forte marge et a dépassé les gestionnaires de titres à revenu fixe mondiaux tenus de respecter un indice, avec moins de volatilité. De plus, le gestionnaire médian sans contrainte a dépassé le gestionnaire de titres à revenu fixe mondiaux médian assez largement.

Cette stratégie est très intéressante pour les investisseurs centrés sur l'augmentation des rendements de leurs portefeuilles obligataires. La volatilité, même si elle est inférieure à celle de titres à revenu fixe mondiaux, est beaucoup plus élevée que celle des mandats obligataires purement canadiens. À cela s'ajoutera un risque de change puisqu'un programme de couverture est inapproprié étant donné que le marché des devises est un des moyens qui permet aux gestionnaires d'ajouter de la valeur. Enfin, étant donné la nature du mandat sans contrainte, l'écart entre les rendements des gestionnaires rapportant le plus et le moins est relativement grand, ce qui confère une importance supplémentaire à la sélection du gestionnaire.

## Que trouve-t-on en dehors du cadre normal

Certains investisseurs institutionnels recherchent des idées d'investissement en dehors des options exclusivement d'achat de titres à revenu fixe. Pour cela, un petit nombre de nos clients ont mis en place des mandats équilibrés sans contrainte et de fonds de couverture. Ces options s'intéressent à la protection du capital bien plus qu'au rendement du portefeuille et aux revenus.

## Mandats équilibrés sans contrainte

Ces mandats répartissent les actifs de manière opportuniste entre les actions et les obligations et entre les secteurs des marchés boursiers et obligataires. La mise en œuvre d'une approche équilibrée opportuniste consiste à transférer des actifs des compartiments obligataires et boursiers pour les gérer en combinaison. Cela donne au gestionnaire une grande latitude pour augmenter ses possibilités et leur permettre de se retirer du secteur obligataire au complet s'ils craignent que les taux d'intérêt vont augmenter.

fortement. Cette option est potentiellement intéressante pour les investisseurs qui craignent des pertes de capital attribuables à une hausse des taux d'intérêt puisqu'elle offre plus de latitude pour générer des rendements et protéger le capital.

Les stratégies employées par les gestionnaires dans ce mandat sont variables, se concentrant sur différentes régions géographiques et catégories d'actifs, si bien qu'il est difficile d'établir des comparaisons des performances. Notre travail dans ce domaine a révélé cependant que les mandats équilibrés sans contrainte ont généralement dépassé les structures à affectation statique.

### Fonds de couverture

Les rendements historiques révèlent que beaucoup de stratégies de fonds de couverture produisent de bons résultats pendant les périodes de hausse des taux d'intérêt. Ce n'est pas une coïncidence et, si on s'intéresse un peu plus à ces stratégies, les raisons fondamentales en deviennent rapidement apparentes. Il est par conséquent possible de constituer un portefeuille diversifié de fonds de couverture qui devrait produire des rendements et une volatilité semblables à ceux d'un portefeuille obligataire avec un risque de durée et un risque de taux d'intérêt limités. Comme pour l'option équilibrée sans contrainte, les fonds de couverture intéresseront plus probablement les investisseurs craignant les pertes de capital dues à une augmentation des taux d'intérêt que ceux qui recherchent un rendement et un revenu accrus.

Les portefeuilles de fonds de couverture créés sur mesure en remplacement des titres à revenu fixe peuvent investir exclusivement dans des titres à revenu fixe ou avoir une

base plus générale. Cela dépend habituellement de l'énoncé de politique de placement du client et du degré d'assurance du comité de placement. On pourrait faire valoir qu'il n'y a aucune raison de limiter une stratégie de rendement absolu à une catégorie d'actifs en particulier, et qu'il convient de cibler simplement le flux de rendement désiré en utilisant toutes les options disponibles. La concentration porterait sur tous les fonds de couverture qui sont en mesure de produire le profil de risque/rendement souhaité.

### Sommaire

Dans cet article, nous avons évoqué plusieurs options que les investisseurs pourraient retenir pour améliorer les rendements à long terme de leurs portefeuilles de titres à revenu fixe. Ces stratégies sont :

- la stratégie Core Plus;
- une proportion plus grande d'obligations de sociétés;
- des titres à revenu fixe mondiaux et prêts bancaires américains;
- des titres à revenu fixe mondiaux opportunistes;
- des fonds équilibrés opportunistes et
- des fonds de couverture.

Nous croyons qu'une ou plusieurs de ces stratégies pourraient aider les investisseurs à augmenter les rendements et à diminuer les risques de leurs portefeuilles. Tout nouvel investissement doit bien évidemment être considéré dans le contexte du portefeuille global et concorder avec les objectifs à long terme de l'organisme. Pavilion se fera un plaisir de discuter de ces stratégies avec vous et de vous donner plus de détail sur toutes ces options.



*Pour tous vos commentaires ou questions concernant cet article, contactez:*

**Michael McMurray, CFA**

Conseiller principal

[mmcmurray@pavilioncorp.com](mailto:mmcmurray@pavilioncorp.com)

**INFORMATIONS GÉNÉRALES À FOURNIR :** Ces informations s'adressent exclusivement aux investisseurs qualifiés ou avertis et ne sont communiquées qu'à des fins d'illustration. Les hypothèses, les données et les modèles utilisés pour établir les informations contenues dans les présentes proviennent de sources jugées fiables, mais rien ne saurait garantir la certitude ou la probabilité des résultats tels qu'ils ont été présentés. Ce document n'est pas une sollicitation ou une offre de parts d'un fonds ou d'autres valeurs mobilières ni ne constitue un conseil juridique, fiscal ou de placement et ne devrait pas être interprété comme tel. Tout conseil de placement serait donné conformément à une entente de gestion de placement écrite et les conseils fiscaux et juridiques devraient être donnés par des conseillers professionnels qualifiés appropriés. Aucune partie de cette publication ne peut être reproduite d'aucune manière sans notre consentement préalable écrit.