

Le bien-fondé des portefeuilles de titres à revenu fixe tactique

Christian Pariseault | Chef de la gestion des portefeuilles institutionnels à revenu fixe et de la répartition mondiale de l'actif

Introduction

Les investisseurs institutionnels sont confrontés à une épineuse question : compte tenu des bas taux obligataires, quelle stratégie devrais-je adopter?

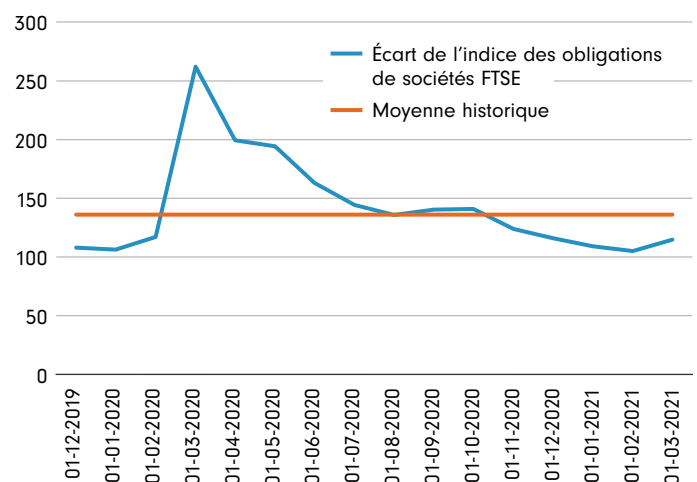
Les investisseurs institutionnels sont reconnus pour leurs placements à long terme, mais parfois les hypothèses fondamentales changent tellement qu'il faut tout repenser. Les retombées des mesures d'assouplissement quantitatif sans précédent adoptées par les grandes banques centrales amènent de nombreux investisseurs à se demander comment répartir leurs placements obligataires alors que les hypothèses de rendement à long terme de 4 à 6 % ne tiennent plus la route.

Lorsque la pandémie de COVID-19 a éclaté au premier trimestre de 2020, les banques centrales ont riposté en adoptant des mesures d'assouplissement quantitatif extraordinaires et en abaissant les taux comme jamais auparavant. La Banque du Canada a ramené son taux cible à 0,25 %, limite inférieure effective annoncée par le gouverneur de l'époque, Stephen S. Poloz, tandis qu'au sud de la frontière, la Réserve fédérale américaine (Fed) a abaissé son taux directeur près de zéro. Les écarts de taux des obligations de sociétés se sont rapidement élargis en raison des répercussions économiques de la pandémie. Celui de l'indice des obligations de sociétés FTSE Canada a clôturé le premier trimestre de 2020 à 262 points de base, son niveau le plus élevé depuis la crise financière mondiale.

Des politiques budgétaires et monétaires accommodantes et des mesures visant à contenir la COVID-19 ont permis d'endiguer la crise économique en quelques mois. Les écarts de taux des obligations de sociétés canadiennes ont continué de se resserrer à mesure que les conditions économiques et financières se sont améliorées et, moins d'un an plus tard, l'écart de l'indice était revenu près des creux historiques. En raison des écarts de taux historiquement bas et des taux d'intérêt à la limite inférieure effective, l'indice obligataire canadien a terminé l'année civile avec un rendement dans le centile le plus bas jamais enregistré.

Même si les rendements ont augmenté rapidement ces derniers mois, les déclarations de la Banque du Canada et de la Fed suggèrent que les taux sont appelés à demeurer bas pendant

TABLEAU 1 : Écart de taux des obligations de sociétés canadiennes (T1 2020 au T1 2021)



Sources : Observations graphiques de la FRED, données économiques de la Réserve fédérale américaine et Division de la recherche économique de la Réserve fédérale de St. Louis.

longtemps. Ainsi, les investisseurs ne peuvent plus se dire qu'il s'agit d'un obstacle passager. Ils doivent donc trouver des moyens d'atteindre leurs objectifs de rendement, tout en continuant à bénéficier des caractéristiques de risque attrayantes des titres à revenu fixe.

Dans ce contexte, ils auraient peut-être avantage à se tourner vers un portefeuille obligataire tactique consolidé afin d'obtenir le rendement le plus élevé possible en contrepartie d'un degré de risque ciblé. À ce chapitre, les portefeuilles de titres à revenu fixe sont avantagés, car ils peuvent avoir recours à une grande variété de stratégies de placement et de sources d'alpha dont ils peuvent tirer parti rapidement en fonction des perceptions dominantes du marché.

Plusieurs sources d'alpha

La force de la gestion active repose sur les renseignements dévoilés par des recherches de qualité et cet avantage peut être accentué par la capacité d'utiliser ces renseignements de manière tactique dans un éventail de catégories de titres à revenu fixe. Dans la conjoncture actuelle, alors que les taux sont bas, les détenteurs de titres à revenu fixe doivent tirer le maximum de ces deux caractéristiques s'ils veulent atteindre leurs objectifs de rendement. Afin de tirer le maximum des placements tactiques, les gestionnaires de portefeuilles doivent disposer de la marge de manœuvre nécessaire pour accéder aux diverses sources d'alpha.

Les gestionnaires de portefeuilles de titres à revenu fixe ont accès à quatre grandes sources d'alpha :

- gestion de la durée;
- positionnement sur la courbe de rendement;
- rotation sectorielle; et
- sélection des titres.

Tout d'abord, ils doivent trouver le meilleur moyen d'utiliser ces outils. Pour ce faire, ils doivent allier la recherche macroéconomique descendante et la recherche fondamentale ascendante. Une analyse approfondie de chaque entreprise et de chaque secteur permet de dénicher de bonnes occasions de placement qui aident les gestionnaires de portefeuilles à procurer une valeur ajoutée en identifiant les titres les plus susceptibles de surclasser leurs pairs.

Par exemple, les premiers jours de la pandémie de COVID-19 ont créé des occasions de placement dans deux grandes catégories de détaillants canadiens : les détaillants de biens essentiels, qui sont restés ouverts et ont bénéficié d'une flambée de la demande et les entreprises de haute qualité, qui ont subi un choc des revenus temporaire en raison des mesures de confinement. Après une phase d'incertitude initiale, la pandémie a avantagé ces entreprises. Les ventes sur douze mois des détaillants canadiens de qualité ont plus que doublé et leurs titres de créance ont généré de très bons rendements annuels. À la lumière des recherches ascendantes, certains gestionnaires de portefeuilles ont identifié ces tendances et procuré de l'alpha aux investisseurs grâce à la sélection des titres et à la rotation sectorielle.

L'évaluation de la conjoncture macroéconomique nécessite une bonne analyse des facteurs clés qui influent sur l'économie mondiale. Il faut procéder à une analyse quantitative de points de données, tels que la croissance du PIB, et à une analyse qualitative des décisions de la banque centrale et du gouvernement. Cette analyse fournit les informations de base qui guident les décisions de rotation sectorielle et de sélection des titres. Plus directement, elle peut également donner une bonne idée de la façon dont les gestionnaires de portefeuilles doivent gérer la durée et le positionnement sur la courbe de taux.

Par exemple, la baisse soudaine des taux d'intérêt au premier trimestre de 2020 a été provoquée par un événement inattendu, en l'occurrence la pandémie de COVID-19, mais la récente remontée des taux découle d'un facteur plus conventionnel : l'anticipation d'une hausse du taux d'inflation. Grâce à des mesures de relance monétaires et budgétaires extraordinaires, à la réouverture de l'économie et à un regain d'optimisme des consommateurs, les attentes du marché en matière d'inflation ont fortement augmenté au premier trimestre de 2021, ce qui a entraîné une hausse des taux. Les gestionnaires de portefeuilles les plus clairvoyants ont adopté un positionnement tactique avantageux en sous-pondérant la durée et en réduisant l'exposition aux durées qui ont augmenté plus rapidement que les autres sur la courbe des taux. En s'appuyant sur des recherches approfondies, les gestionnaires qui auraient misé sur ces sources d'alpha auraient pu réduire la dépréciation de leur portefeuille obligataire et se protéger contre le risque de perte.

Évidemment, il est plus facile de commenter une situation de manière rétrospective. Pour générer de l'alpha, il faut prévoir,

plutôt qu'expliquer, et l'inflation est un facteur important dont il faut tenir compte.

« L'inflation est difficile à prévoir, d'autant plus qu'il y a beaucoup d'instinct animal sur le marché. »

Christian Pariseault, chef de la gestion des portefeuilles institutionnels à revenu fixe et de la répartition mondiale de l'actif chez Fidelity Investments

Christian Pariseault fait remarquer que les généreuses mesures de relance, l'expansion des bilans des ménages et la réouverture de l'économie pourraient certainement engendrer une légère hausse du taux d'inflation cet été.

Cependant, il se peut aussi que certaines tendances à long terme aident à contenir l'inflation. La démographie est l'une de ces tendances clés. De nombreux pays développés sont aux prises avec une main-d'œuvre vieillissante qui a une forte propension à l'épargne et désire investir dans des titres à revenu fixe, ce qui pourrait contribuer au maintien des taux d'intérêt peu élevés et d'un faible taux d'inflation.

« Nous surveillons depuis longtemps les tendances démographiques. »

Christian Pariseault, chef de la gestion des portefeuilles institutionnels à revenu fixe et de la répartition mondiale de l'actif chez Fidelity Investments

Prise de décisions de placement rapide

Certains gestionnaires de portefeuilles de titres à revenu fixe pourraient avoir du mal à tirer parti des principales sources d'alpha s'ils ne disposent pas de la marge de manœuvre nécessaire pour accéder aux diverses sources d'alpha ou s'ils ne parviennent pas à prendre des décisions de placement rapides. Cela s'applique plus particulièrement aux investisseurs institutionnels, car leur modèle de placement comporte souvent de nombreux intermédiaires et des procédures de gouvernance.

Certains de ces investisseurs font appel aux services de plusieurs gestionnaires spécialisés parmi les meilleurs de leur catégorie, qui se consacrent à certains éléments du portefeuille du client. Même si ces gestionnaires de portefeuilles génèrent de bons rendements dans leur domaine d'expertise, la rigidité de leur modèle de placement pourrait empêcher le client d'accéder à certains secteurs et de profiter de certaines occasions. Un portefeuille consolidé peut aider les investisseurs à profiter des quatre principales sources d'alpha pour obtenir le meilleur rendement total possible.

Les avantages d'un portefeuille consolidé, qui permet de prendre des décisions de placement rapidement, sont ressortis pendant la pandémie de COVID-19. L'écart de taux des titres à rendement élevé a monté en flèche et l'indice ICE BofA U.S. High Yield a terminé le premier trimestre de 2020 avec un écart corrigé en fonction des clauses optionnelles atteignant le 96^e centile par rapport aux données antérieures. Le taux des prêts à effet de levier s'est comporté à peu près de la même façon. Les gestionnaires de portefeuilles talentueux auraient pu voir cela comme une occasion d'achat, une chance d'investir dans une catégorie d'actifs susceptible d'offrir un rapport risque-rendement attrayant, alors que les écarts se sont resserrés après avoir frôlé des sommets historiques.

TABLEAU 2 : Écart de taux des titres à rendement élevé (T1 2020 au T3 2020)



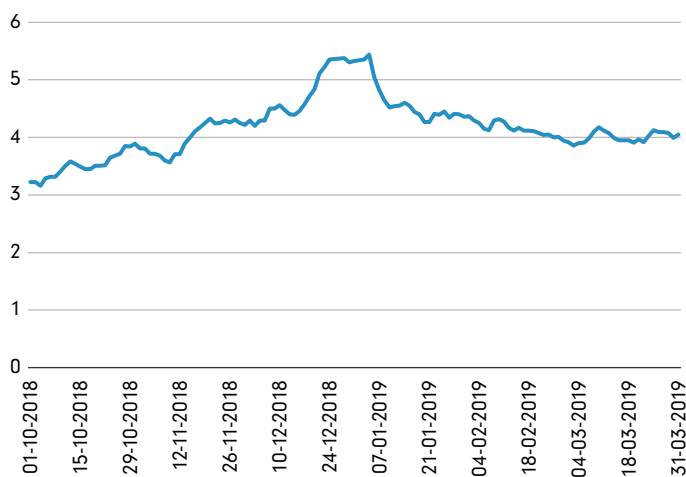
Sources : Observations graphiques de la FRED, données économiques de la Réserve fédérale américaine et Division de la recherche économique de la Réserve fédérale de St. Louis.

Malheureusement, l'occasion a été de courte durée : dès le troisième trimestre, les écarts étaient revenus près de la moyenne historique. Même s'ils ont continué de se resserrer pour revenir près des creux cycliques pendant la deuxième moitié de l'année, environ la moitié des gains avaient déjà été réalisés.

Un autre exemple qui montre qu'il faut agir vite est survenu au quatrième trimestre de 2018, lorsque la rhétorique agressive du nouveau président du conseil de la Fed, Jerome Powell, a provoqué une onde de choc sur les marchés boursiers. Ces derniers se sont effondrés et les écarts de taux des titres à rendement élevé se sont élargis brusquement pendant les deux dernières semaines de l'année, pour atteindre leur sommet cyclique le lendemain du jour de l'An.

Pour les gestionnaires de portefeuilles tactiques et opportunistes (tels que Jeff Moore et Michael Plage), l'élargissement des écarts de taux a été une bonne occasion d'investir davantage dans cette catégorie d'actifs à des cours avantageux. Cependant, la fenêtre s'est vite refermée, car une semaine plus tard, la Fed avait changé de ton et s'était montrée plus favorable aux actifs à risque, et l'écart de taux de l'indice des obligations à rendement élevé s'était déjà resserré de près de 100 points de base, ce qui illustre bien l'importance de prendre des décisions sans tarder et de les mettre en application rapidement.

TABLEAU 3 : Marché américain des titres à rendement élevé (T4 2018 au T1 2019)



Sources : Observations graphiques de la FRED, données économiques de la Réserve fédérale américaine et Division de la recherche économique de la Réserve fédérale de St. Louis.

Ce principe demeure pertinent et applicable dans la conjoncture actuelle de faiblesse des taux.

« Même si les écarts de taux se sont resserrés, nous investissons dans des titres de qualité supérieure très idiosyncrasiques, mais nous avons gardé des munitions au cas où d'autres occasions se présenteraient. »

Christian Pariseault, chef de la gestion des portefeuilles institutionnels à revenu fixe et de la répartition mondiale de l'actif chez Fidelity Investments

Évidemment, il vaut mieux effectuer un changement qui donne une plus grande marge de manœuvre pour pouvoir prendre des décisions de placement rapides et « utiliser nos munitions » avant que les occasions de placement ne se présentent.

Le risque : un outil stratégique

Le risque est la grande préoccupation des porteurs de titres à revenu fixe. La faible volatilité des titres à revenu fixe et leur corrélation faible, voire négative, avec les actions et les autres catégories d'actifs en font un élément essentiel de tout bon portefeuille. Cependant, le risque peut également être considéré comme un levier qui, entre les mains d'un gestionnaire de portefeuille avisé, peut augmenter à la fois le rendement total et le rendement ajusté au risque.

Les investisseurs devraient connaître les trois principales stratégies qui peuvent avantager un portefeuille.

Premièrement, les gestionnaires de portefeuilles pourraient choisir d'investir dans l'ensemble du spectre des titres de créance en fonction des occasions offertes par le marché. Lorsque les conditions économiques s'améliorent, les titres les moins bien cotés pourraient procurer un meilleur rendement. Par exemple, dans la catégorie des titres à rendement élevé, Christian Pariseault souligne que détenir des titres de qualité supérieure notés BB procure un écart de taux plus élevé et cela a bien servi les stratégies au fil des ans. Par ailleurs, les détenteurs de titres de créance canadiens de qualité pourraient envisager d'investir dans des titres cotés BBB à plus courte échéance, qui ont procuré

des rendements ajustés au risque supérieurs aux obligations de qualité par le passé.

Deuxièmement, les investisseurs qui n'ont pas besoin de liquidités immédiatement, comme ceux qui investissent dans un régime de retraite ou un régime public, pourraient songer à ajouter des placements illiquides à leur portefeuille. Si vous ne vous inquiétez pas du risque calculé par référence au marché, les titres illiquides peuvent offrir une plus-value.

Enfin, les investisseurs canadiens peuvent chercher à l'extérieur du Canada et puiser dans les obligations étrangères, comme celles émises aux États-Unis, dans la zone euro et sur les marchés émergents. Ces marchés étrangers peuvent offrir un certain nombre de caractéristiques attrayantes aux investisseurs nord-américains, notamment un rendement accru grâce à la couverture de change, des avantages de diversification en raison des différentes expositions géographiques et une sensibilité moindre à la courbe des taux nationale. En plus de ces avantages, l'accès à des occasions de placement dans un plus grand nombre de pays permet aux gestionnaires de portefeuilles et aux analystes de recherche qualifiés de repérer le potentiel d'alpha des obligations sous-évaluées ou mal évaluées, par le biais de la recherche ascendante. Cependant, M. Pariseault prévient que si vous investissez dans des titres de créance internationaux de qualité inférieure, vous devez faire vos recherches et vous montrer « extrêmement sélectif ».

Ensemble, ces différentes sources d'alpha (cote de solvabilité, liquidité et marchés géographiques) peuvent donner un portefeuille au rendement plus élevé et largement diversifié, moyennant un degré de risque similaire à celui de l'indice, même en pariant sur certains titres et en prenant des risques idiosyncrasiques. De plus, un portefeuille composé de titres faiblement corrélés aux

actions, comme des obligations plus risquées, en plus de titres à corrélation négative, comme les bons du Trésor, permet aux porteurs de titres à revenu fixe de participer aux gains pendant les marchés haussiers, sans que les titres à revenu fixe nuisent au rendement du portefeuille.

Conclusion

Au cours des quarante dernières années, les titres à revenu fixe ont connu une tendance haussière caractérisée par des rendements en baisse et des cours en hausse. Les investisseurs pourraient s'appuyer sur un portefeuille rigide d'obligations de qualité apte à produire des rendements stables, tout en offrant un profil de risque attrayant. Cependant, dans la conjoncture de faibles taux, les investisseurs institutionnels auraient tout intérêt à se tourner vers de nouvelles solutions pour atteindre leurs objectifs de rendement et profiter de la diversification accrue et des risques moindres que cette catégorie d'actifs a à offrir. Compte tenu des facteurs très favorables qui ont soutenu ces titres pendant de nombreuses années, les investisseurs pouvaient auparavant trouver tout ce dont ils avaient besoin dans un portefeuille de titres à revenu fixe canadiens de base. En l'absence de ces vents favorables, le Canada est un marché trop petit pour utiliser tous les outils nécessaires afin de tirer le meilleur parti de la conjoncture de bas taux. Regarder à l'extérieur du Canada, tout en ayant recours à des programmes de couverture de change pour limiter les risques non intentionnels, élargit l'univers des occasions de placement. Les investisseurs auraient tout intérêt à opter pour des portefeuilles obligataires tactiques consolidés qui sont en mesure de profiter des différentes sources d'alpha, de mettre en application rapidement les décisions de placement et de gérer les risques en fonction de la conjoncture qui prévaut.

Auteur



Christian Pariseault | Chef de la gestion des portefeuilles institutionnels à revenu fixe et de la répartition mondiale de l'actif

Christian Pariseault est chef de la gestion des portefeuilles institutionnels à revenu fixe et de la répartition mondiale de l'actif auprès de Fidelity Investments. À ce titre, il dirige une équipe de gestionnaires de portefeuilles institutionnels responsable de la gestion, de l'innovation, du développement et de la distribution de stratégies à revenu fixe, de stratégies à date cible et de solutions à multiples catégories d'actifs pour le compte de clients et de partenaires d'affaires mondiaux.

Avant d'assumer ce rôle, M. Pariseault était vice-président principal et directeur principal des obligations pour l'Amérique du Nord. Auparavant, il a été gestionnaire de portefeuille institutionnel au sein de la division des titres à revenu fixe de Fidelity, ainsi que vice-président principal et directeur principal des placements auprès de Fidelity Institutional Asset Management (FIAM).

Avant de rejoindre les rangs de Fidelity en 2006, M. Pariseault a été gestionnaire de portefeuille de titres à revenu fixe et analyste principal du crédit chez Deutsche Asset Management, où il assurait le suivi des obligations municipales adossées à l'impôt, des collèges et des universités. Il œuvre dans le domaine des services financiers depuis 1993.

Réservé à l'usage institutionnel. L'information contenue aux présentes est présentée uniquement à des fins de discussion et d'illustration et ne constitue ni une recommandation, ni une offre, ni une sollicitation de vente ou d'achat de quelque titre que ce soit. Les décisions de placement doivent tenir compte des objectifs individuels de l'investisseur, de son horizon de placement et de sa tolérance au risque. Aucun élément du contenu aux présentes ne devrait être considéré comme étant un conseil juridique ou fiscal. Nous vous encourageons à consulter votre avocat, votre comptable ou tout autre conseiller spécialisé avant de prendre une décision financière.

Les opinions exprimées sur une société, un titre, une industrie ou un secteur du marché en particulier représentent un point de vue personnel à un moment donné et ne constituent pas nécessairement le point de vue de Fidelity ou d'une autre personne au sein de l'organisation. Ces opinions ne peuvent pas être considérées comme des conseils en placement fiables ni comme une indication de l'intention de négociation visant un des Fonds Fidelity. Ces opinions sont appelées à changer à tout moment en fonction de l'évolution des marchés et d'autres facteurs, et Fidelity décline toute responsabilité en ce qui a trait à la mise à jour de ces points de vue.

Certaines déclarations formulées dans ce commentaire peuvent contenir des énoncés prospectifs de nature prévisionnelle pouvant inclure des termes tels que « prévoit », « anticipe », « a l'intention », « planifie », « croit », « estime » et d'autres expressions semblables ou leurs versions négatives correspondantes. Les énoncés prospectifs s'appuient sur des attentes et prévisions visant des facteurs généraux pertinents liés à la situation économique, au contexte politique et aux conditions du marché, comme les taux d'intérêt, et supposent qu'aucun changement n'est apporté au taux d'imposition en vigueur ni aux autres lois ou législations gouvernementales applicables. Les attentes et les prévisions à l'égard d'événements futurs sont intrinsèquement soumises, entre autres, aux risques et incertitudes parfois imprévisibles, et peuvent, par conséquent, se révéler incorrectes dans le futur. Les énoncés prospectifs ne sont pas une garantie des rendements futurs, et les événements réels pourraient être substantiellement différents de ceux anticipés ou projetés dans les énoncés prospectifs. Certains éléments importants peuvent contribuer à ces écarts, y compris, notamment, les facteurs généraux liés à la situation économique, au contexte politique et aux conditions du marché en Amérique du Nord ou ailleurs dans le monde, les taux d'intérêt et de change, les marchés boursiers et les marchés des capitaux mondiaux, la concurrence commerciale et les catastrophes. Vous devez donc éviter de vous fier indûment aux énoncés prospectifs. En outre, nous n'avons pas l'intention de mettre à jour ces énoncés à la suite de l'obtention de nouveaux renseignements, de la concrétisation d'événements futurs ou pour quelque autre raison que ce soit.

© 2021 Fidelity Investments Canada s.r.l. Tous droits réservés. Fidelity Investments est une marque déposée de Fidelity Investments Canada s.r.l. Les marques de commerce de tierces parties appartiennent à leur propriétaire respectif. Utilisées avec permission.

600530-v2021730 07/21 FCI 573678