

Investir dans les obligations mondiales – Partie IV :

Le rôle des obligations mondiales dans les politiques de placement institutionnel

Dans notre série *Investir dans les obligations mondiales*, nous avons démontré que le fait d'adopter une perspective mondiale peut offrir de nombreux avantages en ce qui concerne l'ensemble des opportunités dans l'univers des titres à revenu fixe. Cependant, pour justifier une allocation au niveau de la politique de placement, il faut plus qu'un profil historique favorable à la catégorie d'actif en isolation. Les investisseurs institutionnels gèrent des portefeuilles multi-catégories d'actifs conçus pour répondre à des objectifs spécifiques, dont certains ne sont pas entièrement basés sur le rendement des placements. En outre, prendre des décisions de politique de placement en se basant sur des données historiques peut amener à créer des portefeuilles mal adaptés à l'environnement futur. Par conséquent, l'objectif de cet article est d'examiner le rôle potentiel d'un ensemble d'opportunités en titres à revenu fixe mondiaux dans les portefeuilles institutionnels en prenant en compte un contexte prospectif, axé sur les objectifs.

INVESTIR DANS LES OBLIGATIONS MONDIALES – PARTIES I, II ET III : PRINCIPALES CONSIDÉRATIONS

- Dans leurs répartitions aux titres à revenu fixe, les investisseurs institutionnels ont souvent un fort penchant pour leur propre pays. Cela peut entraîner des contraintes, des biais et des risques indésirables.
- Le fait de disposer d'une perspective mondiale offre des opportunités de diversification significatives, en permettant de prendre une exposition à différents environnements économiques, fiscaux, inflationnistes et démographiques.
- Sur le marché des titres à revenu fixe mondiaux, il existe différents segments caractérisés par des degrés variables de risque de taux d'intérêt et de crédit, ce qui se traduit par différents profils risque-rendement.
- La gestion du risque de change est un élément essentiel de l'investissement dans les obligations mondiales, et aide à tirer parti de leurs avantages potentiels.

Pour en savoir plus, lisez les articles précédents de la série *Investir dans les obligations mondiales* : **Le marché des titres à revenu fixe mondiaux, Obligations d'État des pays développés, et Crédit mondial.**

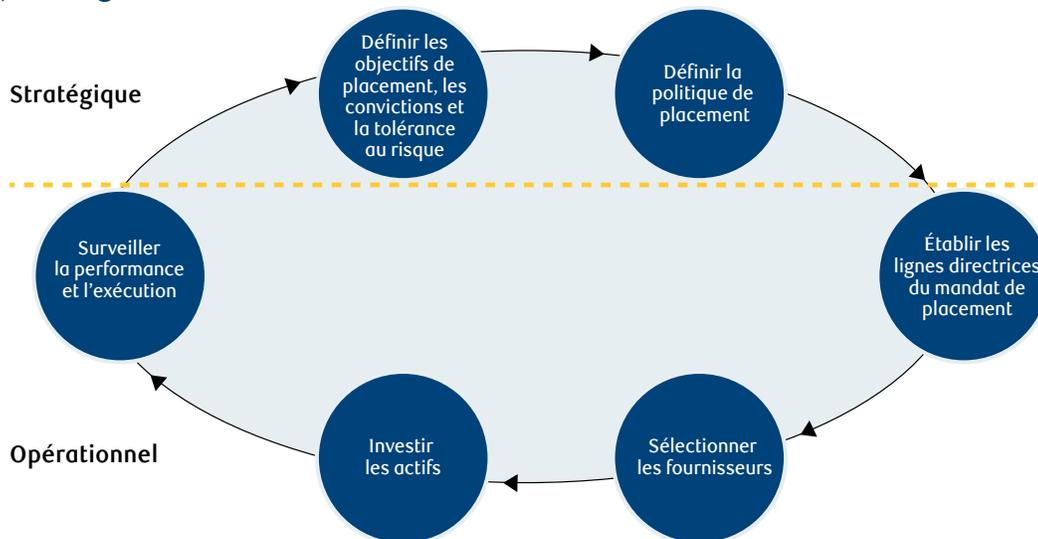
Contexte

Les investisseurs institutionnels ont généralement des objectifs très spécifiques associés aux portefeuilles d'actifs dont ils ont la gestion et pour lesquels ils agissent souvent en tant que fiduciaires. Un fonds de dotation, par exemple, cherche généralement à obtenir un rendement à long terme qui lui permettra de faire face à ses engagements de dépenses ajustés pour l'inflation, tout en préservant le capital lors des événements baissiers à court terme. En d'autres termes, ils investissent dans un contexte « actifs seulement ». Une caisse de retraite, en revanche, est généralement plus préoccupée par le rendement de ses actifs par rapport à ses passifs, ce qui peut donner lieu à une myriade de différents compromis axés sur les objectifs, allant de la réduction d'un déficit de financement à l'élimination totale d'un passif – ils investissent dans un contexte « actif-passif ». Par conséquent, lorsqu'il s'agit de prendre des **décisions stratégiques à long terme**, comme l'introduction d'une nouvelle catégorie d'actifs dans la composition de l'actif visée par la politique de placement, il est essentiel d'évaluer le profil risque-rendement sous le bon angle. Il est également important d'évaluer la décision pour l'ensemble du portefeuille, où les différentes expositions qui entrent dans la composition de l'actif interagissent afin de répondre à ces objectifs de risque et de rendement.

DÉCISIONS STRATÉGIQUES ET DÉCISIONS OPÉRATIONNELLES

Comme l'illustre la figure 1, établir une politique de placement relève d'une décision de nature **stratégique**. Cette décision pourrait par exemple consister à déterminer l'exposition aux grandes catégories d'actifs qui répondent le mieux aux objectifs à long terme de l'investisseur, en fixant la proportion de titres à revenu fixe, d'actions et de placements alternatifs dans la composition de l'actif visée par la politique. Par contraste, une décision **opérationnelle** peut consister à choisir entre plusieurs solutions d'implantation qui impliquent différentes considérations, par exemple la cible de valeur ajoutée par rapport à un indice de référence visé par la politique. Bien que les décisions opérationnelles influent en fin de compte sur les résultats globaux, elles sont distinctes des décisions stratégiques à long terme. Dans cet article, nous ne tiendrons pas compte du processus d'implantation pour évaluer les avantages liés aux titres à revenu fixe mondiaux à l'échelle de la politique de placement institutionnel.

Figure 1 : Le cycle de gouvernance fiduciaire



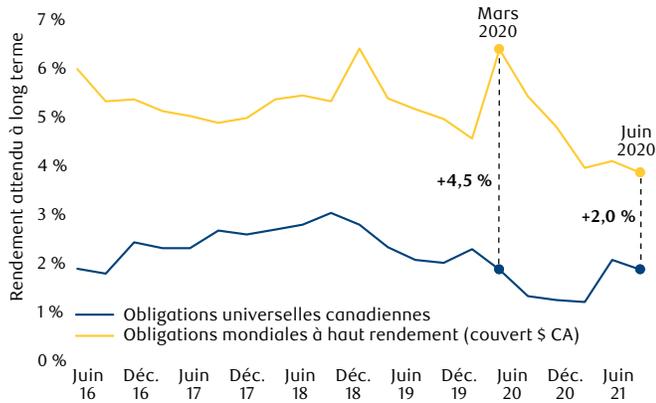
Source : PH&N Institutionnel

Tous les investisseurs institutionnels sont confrontés à un même défi : bien que le futur environnement des marchés financiers soit imprévisible et parsemé de risques, les décisions doivent être prises en temps réel. La modélisation prospective des portefeuilles peut être une source d'information très puissante pour aider à prendre ce type de décision stratégique. Cela nécessite cependant d'établir des hypothèses quant au profil risque-rendement **futur** des différentes catégories d'actifs, qui peut être très différent de ce qui a pu être observé sur des périodes passées. Ces paramètres sont souvent appelés « hypothèses prospectives pour les marchés des capitaux ».

Il est inévitable qu'une partie des hypothèses pour les marchés des capitaux soit influencée par des points de vue subjectifs, qui peuvent varier d'un investisseur à l'autre. Néanmoins, une méthodologie cohérente et robuste tend à produire des informations crédibles qui viennent appuyer la prise de décision et la gouvernance. En outre, si les hypothèses pour les marchés des capitaux changent à mesure que les marchés évoluent, que les opinions sont révisées et que de nouvelles informations apparaissent, certaines caractéristiques liées

à la nature fondamentale des catégories d'actifs restent relativement stables dans le temps. Par exemple, la figure 2 illustre les hypothèses prospectives trimestrielles établies par PH&N Institutionnel pour les marchés des capitaux en ce qui concerne les obligations universelles canadiennes et les obligations mondiales à haut rendement au cours des cinq dernières années. Bien qu'en de rares occasions, des conditions de marché extrêmes ont une incidence sur les prévisions à une date spécifique (par exemple le début de la pandémie en mars 2020), les différences de rendement relatif affichent une certaine stabilité dans le temps. Les obligations à haut rendement sont fondamentalement caractérisées par un risque de crédit plus élevé, ce qui entraîne une plus grande volatilité, mais aussi par une prime de rendement par rapport aux obligations de sociétés de haute qualité. La prime de rendement peut varier au gré de l'actualité et des points de vue, mais la modélisation prospective des portefeuilles reflétera toujours cette caractéristique fondamentale des obligations à haut rendement.

Figure 2 : Hypothèses pour les marchés des capitaux de PH&N Institutionnel (2016-2021)



Source : PH&N Institutionnel. Vous trouverez à la fin de cet article des précisions à propos de nos hypothèses pour les marchés des capitaux. Rien ne garantit que le rendement futur sera conforme à toute attente ex ante.

Répartition d'actifs optimale

Afin d'évaluer les avantages potentiels des opportunités de placement en titres à revenu fixe mondiaux à l'échelle de la politique de placement, nous examinerons le profil risque-rendement dans une variété de situations différentes, dans le cadre de deux approches axées sur les objectifs : « actifs seulement » et « actif-passif ». L'analyse se fera du point de vue d'un investisseur canadien traditionnel, dont la répartition des titres à revenu fixe est domestique. Il est important de noter que l'objectif de ces analyses n'est pas de proposer des portefeuilles spécifiques ou des combinaisons de catégories d'actifs comme des solutions optimales dans une situation donnée. L'objectif est plutôt d'examiner si le fait de travailler avec un ensemble d'opportunités en titres à revenu fixe mondiaux (comprenant des obligations d'État mondiales, des obligations de sociétés de haute qualité, des obligations mondiales à haut rendement et des titres de marchés

émergents) au stade de la répartition stratégique de l'actif pourrait mener à un profil risque-rendement supérieur à celui des opportunités de placement purement domestiques.

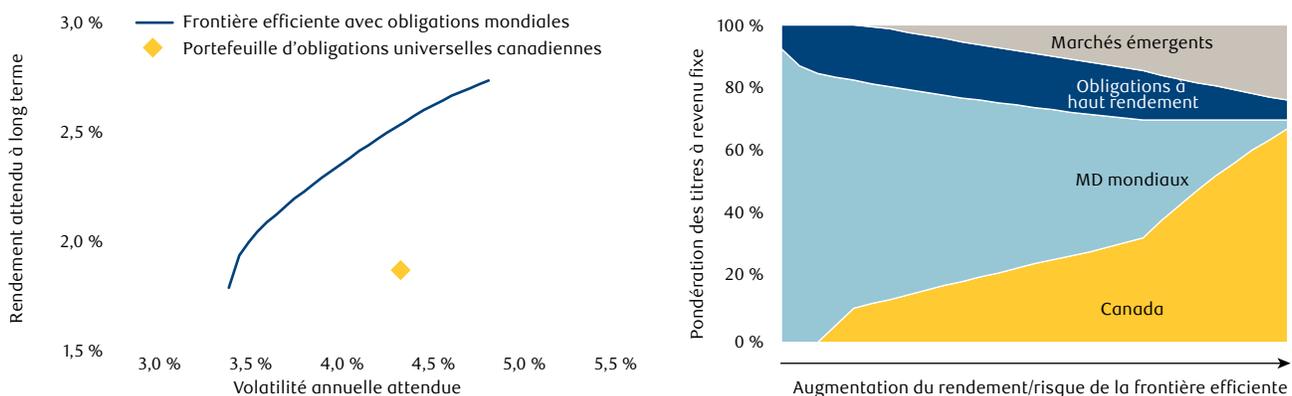
Enfin, nous notons que toutes les expositions non domestiques sont modélisées comme couvertes en dollars canadiens. Dans le cas des obligations de haute qualité de pays développés, nos articles précédents de cette série ont démontré que le risque de change crée une volatilité indésirable. En ce qui concerne les obligations à haut rendement et les titres de marchés émergents, nous avons observé que la devise domestique d'un investisseur et sa corrélation avec le risque de crédit intrinsèquement plus élevé de ces catégories d'actifs pouvaient avoir des effets différents. Toutefois, comme nous souhaitons isoler les bénéfices de la catégorie d'actif d'un point de vue stratégique, nous considérons également les versions couvertes en dollars canadiens dans le travail de modélisation.

Les obligations mondiales dans un contexte « actifs seulement »

L'investisseur dont la stratégie est axée uniquement sur les actifs cherche généralement à maximiser le profil de rendement ajusté au risque pour l'ensemble de son portefeuille. La diversification, combinée à une utilisation judicieuse du budget de risque disponible, est essentielle pour y parvenir. Des investisseurs institutionnels différents auront des objectifs de risque-rendement différents, ainsi que des convictions et des contraintes différentes en matière de placements, ce qui peut se traduire par des politiques de placement très différentes. Par conséquent, afin d'examiner le caractère optimal des opportunités de placement en titres à revenu fixe mondiaux par rapport au biais domestique traditionnel, nous allons considérer trois cas de composition de l'actif qui varient en matière de complexité, de profil de risque et de diversification des stratégies.

La figure 3-A montre que le biais domestique n'est pas optimal pour un portefeuille entièrement composé de titres

Figure 3-A : Répartition optimale des titres à revenu fixe (cas : portefeuilles avec 100 % en titres à revenu fixe)



Source : PH&N Institutionnel. Les « titres canadiens à revenu fixe » et le « Canada » sont représentés par les obligations universelles. Les « MD mondiaux » sont représentés par les obligations mondiales (couvertes en CAD). Les « obligations à haut rendement » sont représentées par les obligations mondiales à rendement élevé (couvertes en CAD) et les « marchés émergents » par les titres de marchés émergents (couvertes en CAD). Reportez-vous à la fin de l'article pour connaître les hypothèses de modélisation et lire les déclarations. Les analyses de rendement hypothétique sont présentées à titre indicatif seulement. Rien ne garantit que les rendements hypothétiques ou les prévisions se réaliseront.

à revenu fixe. En utilisant des opportunités de placement en titres à revenu fixe mondiaux, il est possible de réduire le risque pour un rendement attendu similaire, ou d'augmenter le rendement attendu pour des niveaux de risque similaires. Les portefeuilles à profil de risque plus faible s'appuient largement sur la plus grande diversification inhérente aux obligations des pays développés mondiaux, tandis que les portefeuilles à rendement plus élevé assument davantage de risque de crédit sous la forme d'obligations à haut rendement et de titres de marchés émergents.

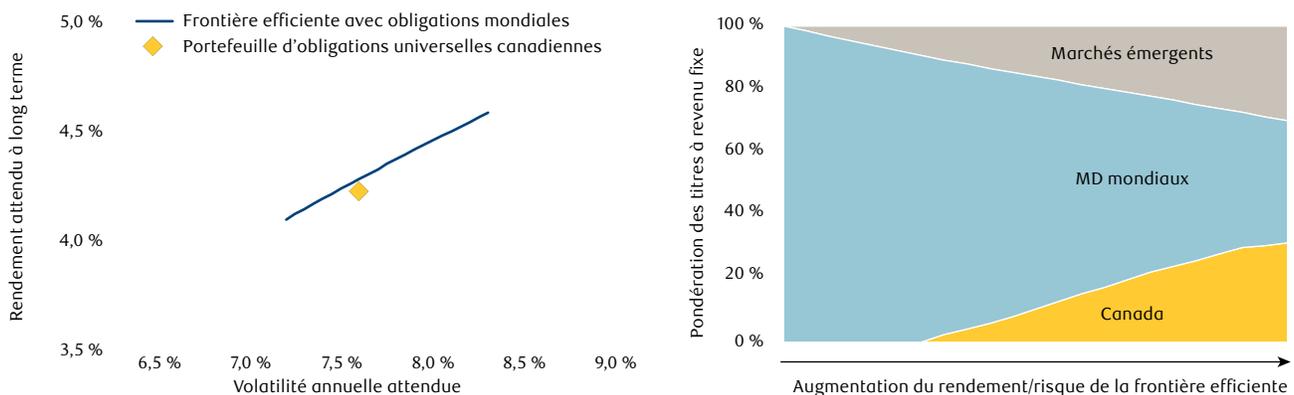
Les portefeuilles ayant un profil risque-rendement plus élevé le long de la frontière efficiente augmentent également la répartition aux titres à revenu fixe canadiens, car on prévoit actuellement que cette catégorie d'actif présentera une légère prime de rendement malgré son risque inhérent plus élevé. Cela met en avant un point important : en fonction des objectifs globaux et de la tolérance au risque, ainsi que des vues prospectives, **une répartition explicite aux titres à revenu fixe domestiques (ou même leur surpondération) n'est pas nécessairement sous-optimale**. Le caractère sous-optimal survient lorsqu'un biais lié au pays d'origine, c'est-à-dire lorsqu'un investisseur se concentre sur son marché domestique en ignorant les opportunités plus globales, conduit **inévitablement** à une répartition exclusivement domestique.

En réalité, les portefeuilles institutionnels composés exclusivement de titres à revenu fixe sont très rares. La plupart des investisseurs institutionnels axés uniquement sur les actifs détiennent une part importante d'actions dans leurs portefeuilles. Il est donc important de tenir compte de l'interaction entre les titres à revenu fixe (en particulier le risque de crédit) et les actions avant de généraliser les observations de la figure 3-A à toutes les situations « actifs seulement ». La figure 3-B montre que, pour un portefeuille qui a une répartition de 50 % en actions, travailler à partir d'opportunités de placement en titres à revenu fixe mondiaux peut encore conduire à une amélioration du profil

risque-rendement. Cependant, cette amélioration est peu significative (le point de référence domestique est proche de la frontière efficiente), principalement en raison de l'influence dominante des actions sur le risque global du portefeuille. Cela dit, il est possible d'optimiser le profil en visant un risque plus faible ou un rendement plus élevé, sans pour autant modifier la répartition aux actions, en se déplaçant le long de la frontière diversifiée sur une base mondiale, pour un profil risque-rendement additionnel globalement inchangé.

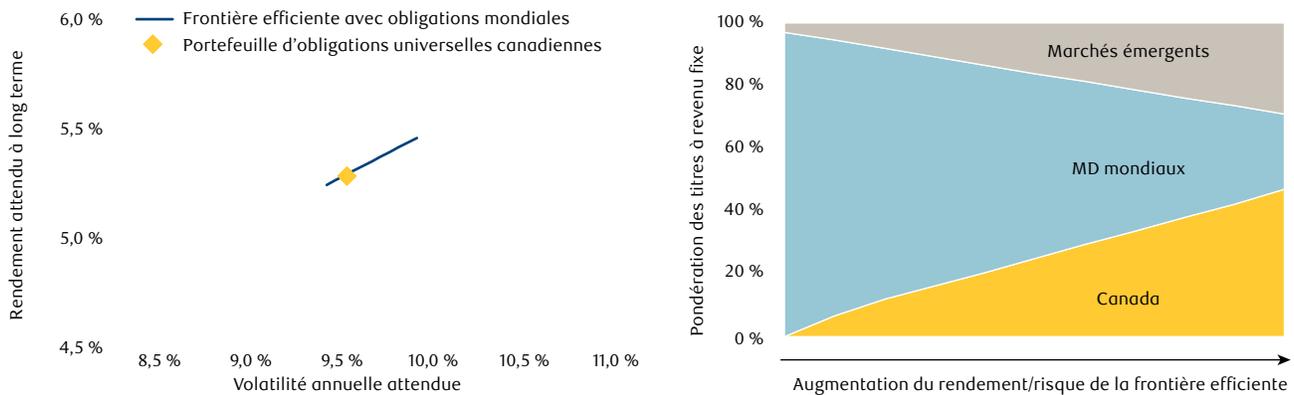
Il est également intéressant de noter comment la composante à revenu fixe est différente lorsqu'elle est optimisée en présence d'une importante allocation aux actions. Premièrement, l'allocation aux titres à revenu fixe canadiens est beaucoup plus faible dans les portefeuilles plus risqués, ce qui suggère que la plus grande diversification inhérente aux obligations des pays développés mondiaux compense mieux le risque associé au marché des actions. Deuxièmement, les portefeuilles optimaux privilégient actuellement les titres de marchés émergents par rapport aux obligations à haut rendement. Si l'on observe la figure 1, les rendements attendus à long terme sont en ce moment à leur niveau le plus bas de ces dernières années pour les obligations à haut rendement (principalement en raison de l'importante compression des écarts de crédit sur ce marché). En outre, les obligations à rendement élevé présentent des corrélations relativement fortes avec les actions, en particulier dans les moments de tension sur le marché, ce qui entraîne une diversification réduite dans l'ensemble du portefeuille. Le profil risque-rendement des obligations à haut rendement n'est donc pas aussi avantageux actuellement que celui des titres de marchés émergents, lesquels sont essentiellement composés d'obligations d'État. Cela dit, cette situation peut changer à mesure que les marchés évolueront et que les points de vue à long terme s'ajusteront en conséquence. Des points de vue différents peuvent également mener à des conclusions et des décisions différentes en ce qui concerne les catégories d'actifs spécifiques.

Figure 3-B : Répartition optimale des titres à revenu fixe (cas : portefeuilles avec 50 % en titres à revenu fixe et 50 % en actions)



Source : PH&N Institutionnel. Les « titres canadiens à revenu fixe » et le « Canada » sont représentés par les obligations universelles. Les « MD mondiaux » sont représentés par les obligations mondiales (couvertes en CAD). Les « marchés émergents » sont représentés par les titres de marchés émergents (couverts en CAD). Reportez-vous à la fin de l'article pour connaître les hypothèses de modélisation et lire les déclarations. Les analyses de rendement hypothétique sont présentées à titre indicatif seulement. Rien ne garantit que les rendements hypothétiques ou les prévisions se réaliseront.

Figure 3-C : Répartition optimale en titres à revenu fixe (cas : portefeuilles avec 25 % en titres à revenu fixe, 60 % en actions et 15 % en placements alternatifs)



Source : PH&N Institutionnel. Les « titres canadiens à revenu fixe » et le « Canada » sont représentés par les obligations universelles. Les « MD mondiaux » sont représentés par les obligations mondiales (couvertes en CAD). Les « marchés émergents » sont représentés par les titres de marchés émergents (couverts en CAD). Reportez-vous à la fin de l'article pour connaître les hypothèses de modélisation et lire les déclarations. Les analyses de rendement hypothétique sont présentées à titre indicatif seulement. Rien ne garantit que les rendements hypothétiques ou les prévisions se réaliseront.

Alors qu'une combinaison traditionnelle de titres à revenu fixe et d'actions reste relativement courante dans les portefeuilles institutionnels, de plus en plus d'investisseurs institutionnels se tournent vers les placements alternatifs afin d'améliorer le profil risque-rendement à long terme de leurs portefeuilles, d'autant plus que les catégories d'actifs traditionnelles comportent des facteurs susceptibles de ralentir les rendements. La figure 3-C présente un portefeuille composé de 75 % de placements à revenu non fixe, dont 15 % sont constitués d'un mélange diversifié de placements alternatifs. Dans ce cas, nous observons une fois de plus une répartition importante aux obligations non domestiques dans la composante à revenu fixe des portefeuilles optimaux. Toutefois, l'amélioration du profil risque-rendement est très faible à l'échelle du portefeuille total. Pour une répartition de 15 %, une augmentation de l'optimalité de la composante à revenu fixe n'aura, dans la plupart des situations, qu'un impact mineur sur les résultats globaux.

RÉSUMÉ DU CONTEXTE « ACTIFS SEULEMENT »

Travailler à partir d'opportunités de placement en titres à revenu fixe mondiaux diversifiées mènera probablement à des décisions de répartition d'actifs stratégiques supérieures, mais l'impact des améliorations à l'échelle du portefeuille total dépendra de l'importance de la répartition au revenu fixe par rapport aux autres actifs.

Les obligations mondiales dans un contexte « actif-passif »

L'investisseur « actif-passif » se préoccupe généralement de la gestion de ses actifs par rapport à un certain type de passif qui peut engendrer une myriade de risques différents. Par exemple, le promoteur d'un régime de retraite à prestations déterminées est tenu d'évaluer périodiquement ses obligations de prestations et de déterminer la situation de capitalisation du régime. Ce processus aura un impact direct sur les cotisations et sur l'évolution vers la situation finale du régime, à savoir sa continuité ou sa terminaison. Pour compliquer encore les choses, il existe de multiples bases d'évaluation actuarielle qui peuvent créer des sources de risque qui ne se chevauchent pas, et celles-ci peuvent varier en fonction de la juridiction de réglementation associée au lieu d'enregistrement du régime.

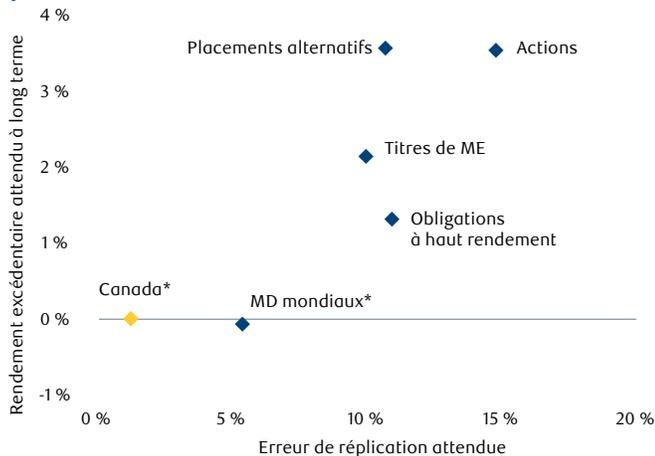
Afin d'examiner le caractère optimal des titres à revenu fixe mondiaux pour un investisseur « actif-passif », nous adaptons notre optique risque-rendement afin d'intégrer explicitement l'impact des expositions au risque du passif. À cette fin, notre analyse tient compte du compromis de la répartition du rendement *excédentaire* (c.-à-d. l'actif moins le passif), en travaillant à partir d'une représentation marché pour un passif libellé en dollars canadiens et une durée d'environ 13,5 ans³. Nous notons que le contexte « actif-passif » a beaucoup plus de dimension que le contexte « actifs seulement ». Les éventuelles différences relatives aux dispositions de prestations, profils démographiques, cadres réglementaires et bases d'évaluation peuvent conduire à des observations qui divergent de notre analyse.

La construction d'un portefeuille « actif-passif » doit non seulement tenir compte de l'interaction entre les différentes

³ À titre d'exemple : flux de trésorerie d'un régime de retraite, actualisés en utilisant un mélange de la courbe des rendements des obligations provinciales à hauteur de 2/3, et de la courbe de rendement des obligations de sociétés à hauteur de 1/3 pour représenter le coût de règlement des obligations en matière de prestations de retraite à un moment donné, c'est-à-dire la solvabilité.

expositions de la composition stratégique de l'actif, mais aussi de la façon dont ces expositions interagissent avec l'indice de référence du passif fondamental. Une exposition qui se comporte différemment du passif introduira invariablement un risque relatif (par exemple, une erreur de réplcation). Toutefois, ce risque pourrait être justifié s'il s'accompagne d'un rendement excédentaire attendu qui est souhaitable ou nécessaire compte tenu des objectifs du promoteur.

Figure 4 : Compromis risque-rendement de l'actif-passif



Le « Canada » est représenté par 60 % d'obligations provinciales à long terme, 15 % d'obligations de sociétés à long terme et 25 % d'obligations de sociétés. Les « MD mondiaux » sont représentés par 3 % d'obligations d'État mondiales à long terme, 79 % d'obligations mondiales de sociétés à long terme et 20 % d'obligations mondiales de sociétés. Les « obligations à haut rendement » sont représentées par les obligations mondiales à rendement élevé (couvertes en CAD). Les « titres de ME » sont représentés par les titres de marchés émergents (couverts en CAD). * La durée des placements en titres canadiens et en titres de MD (marchés développés) mondiaux correspond à celle du passif.

Source : Reportez-vous à la fin de l'article pour connaître les hypothèses de modélisation et lire les déclarations. Les analyses de rendement hypothétique sont présentées à titre indicatif seulement. Rien ne garantit que les rendements hypothétiques ou les prévisions se réaliseront.

La figure 4 illustre le profil risque-rendement des principales expositions de portefeuille présentées dans cet article, par rapport au passif. Sans surprise, les obligations canadiennes avec appariement de la durée produisent l'erreur de réplcation la plus faible, mais n'offrent pas de rendement excédentaire attendu par rapport au passif. Lorsqu'on examine les obligations mondiales des marchés développés avec appariement de la durée, la plus grande diversification inhérente qui est favorable dans le contexte « actifs seulement » est défavorable à l'investisseur « actif-passif », car elle introduit une erreur de réplcation par rapport au point de référence du passif exclusivement domestique. En outre, il n'y a pas de rémunération attendue pour supporter passivement cette erreur de réplcation sur une base individuelle. D'autre part, les stratégies à rendement plus élevé, telles que les titres de marchés émergents et les obligations à haut rendement, devraient générer des

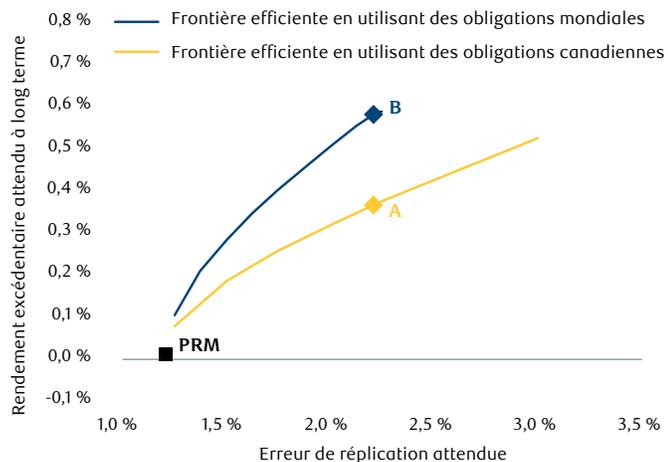
rendements supérieurs au taux de croissance du passif, mais elles introduiront encore plus d'erreur de réplcation. En particulier, ces catégories d'actifs ont toujours une durée plus courte que le passif et sont exposées à des facteurs de risque additionnels (avec une observation similaire pour les actions et les placements alternatifs). Cela nous amène à deux observations préliminaires :

1. Si l'objectif « actif-passif » consiste strictement à minimiser le risque, seules les obligations domestiques sont efficaces à cette fin.
2. S'il existe un appétit ou une nécessité pour un risque bien rémunéré, il peut y avoir un compromis « optimal » entre l'erreur de réplcation et le rendement excédentaire attendu lorsque différentes expositions au risque global sont combinées dans un portefeuille.

Nous notons une réserve importante à l'égard de l'observation 1 : des contraintes pratiques du marché pourraient empêcher d'utiliser exclusivement des obligations domestiques dans la construction d'un portefeuille de titres à revenu fixe axé sur le passif, dans certaines circonstances. Par exemple, le marché des obligations de sociétés canadiennes présente des contraintes de capacité et de liquidité qui pourraient rendre très difficile pour un grand régime de retraite d'atteindre ses expositions de crédit avec appariement du passif à l'aide d'obligations domestiques uniquement. Par conséquent, les obligations mondiales pourraient jouer un rôle stratégique à l'échelle de la politique d'investissement, non pas en raison du caractère optimal théorique du profil risque-rendement, comme l'illustre la figure 4, mais en raison de considérations pratiques d'implantation qui se traduisent par une contrainte dans la politique d'investissement.

La figure 5-A illustre le profil risque-rendement d'un portefeuille composé exclusivement de titres à revenu fixe avec appariement de la durée. En se limitant au marché canadien des titres à revenu fixe, il est possible de construire le portefeuille à risque minimal (« PRM ») qui correspond le mieux aux sensibilités au risque du passif, en utilisant des expositions sur les marchés des obligations provinciales et des obligations de sociétés canadiennes. Le portefeuille A montre qu'il est également possible d'augmenter le rendement excédentaire à partir de ce point de référence en orientant les portefeuilles investis en obligations provinciales vers une exposition aux obligations de sociétés, une allocation supérieure à celle qui était inhérente au passif. Le passage à des opportunités mondiales peut également augmenter le rendement excédentaire. En outre, la plus large sélection de stratégies de crédit qui présentent une rémunération potentiellement plus élevée peut améliorer le profil risque-rendement. C'est ce que montre le portefeuille B (où la répartition en titres à revenu fixe mondiaux dans ce cas particulier finit par favoriser les titres de marchés émergents par rapport aux autres allocations possibles qui ont été testées).

Figure 5-A : Optimisation des portefeuilles de placements à revenu fixe axés sur le passif



Source : PH&N Institutionnel. Reportez-vous à la fin de l'article pour connaître les hypothèses de modélisation et lire les déclarations. Les analyses de rendement hypothétique sont présentées à titre indicatif seulement. Rien ne garantit que les rendements hypothétiques ou les prévisions se réaliseront.

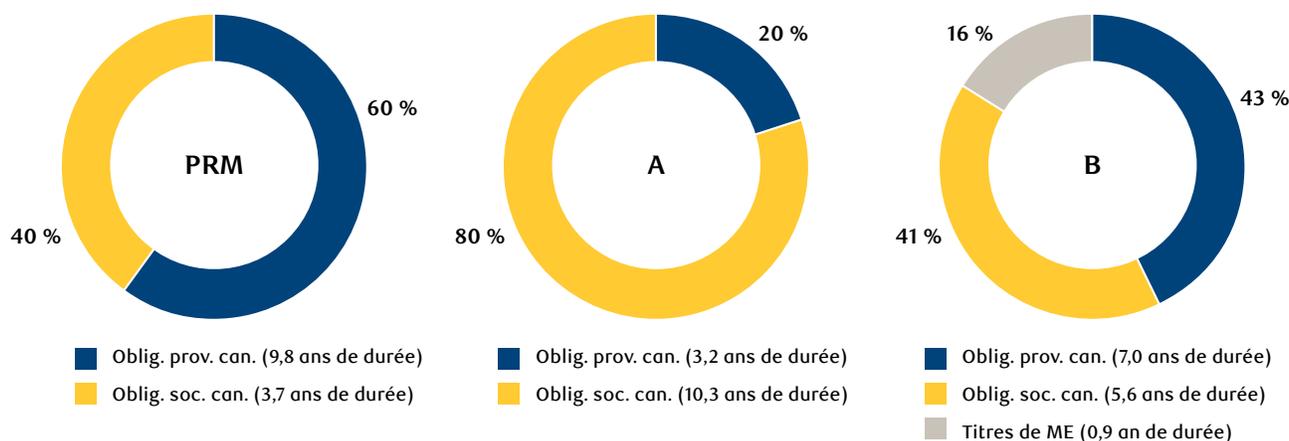
La figure 5-B compare les répartitions des trois portefeuilles (PRM, A et B) pour montrer que si un portefeuille de titres à revenu fixe axé sur le passif s'appuie nécessairement sur la durée domestique pour atténuer les principales expositions au risque de passif, une petite exposition aux titres mondiaux à revenu fixe peut – sous réserve d'une rémunération risque-rendement attendue suffisamment élevée – améliorer le profil de rendement excédentaire ajusté au risque. Toutefois, la contribution à la durée relative des expositions avec appariement du passif peut être très différente. Par exemple, le portefeuille B nécessite une durée des obligations

provinciales canadiennes plus importante que le portefeuille A pour compenser le fait que la répartition aux titres de marchés émergents contribue plus faiblement à la durée totale du portefeuille.

Bien qu'il soit plus courant en pratique pour les investisseurs « actif-passif » d'analyser leur portefeuille de titres à revenu fixe sur une base individuelle, de nombreux régimes de retraite continuent de cibler ou d'exiger une exposition à des catégories d'actifs axées sur le rendement qui peuvent dépasser le taux de croissance du passif par des marges plus importantes, comme les actions et les placements alternatifs. Par exemple : si un régime est sous-capitalisé et cherche à combler l'écart, ou si le régime a un profil démographique jeune qui continue à accumuler des services. Cela dit, le cadre fondamental de la décision d'investissement reste le même : rechercher une rémunération adéquate et appropriée face à l'inévitable erreur de réplcation qu'introduisent les actifs sans appariement du passif (c'est-à-dire les titres à revenu fixe non domestiques).

Dans la figure 6, nous examinons la composition optimale de la composante à revenu fixe pour les portefeuilles ayant des niveaux plus élevés d'actifs axés sur le rendement, lorsque les opportunités de placement en titres à revenu fixe sont mondiales, ainsi que l'incidence sur le rendement excédentaire (en supposant un rendement excédentaire maximal pour le même niveau d'erreur de réplcation à chaque étape). Nous observons qu'à mesure que la répartition en titres à revenu fixe diminue et que la répartition en actions et placements alternatifs augmente, la répartition relative en titres à revenu fixe mondiaux, ainsi que l'amélioration correspondante dans le rendement excédentaire total du portefeuille diminuent et convergent vers 0 %. Il y a deux raisons à cela :

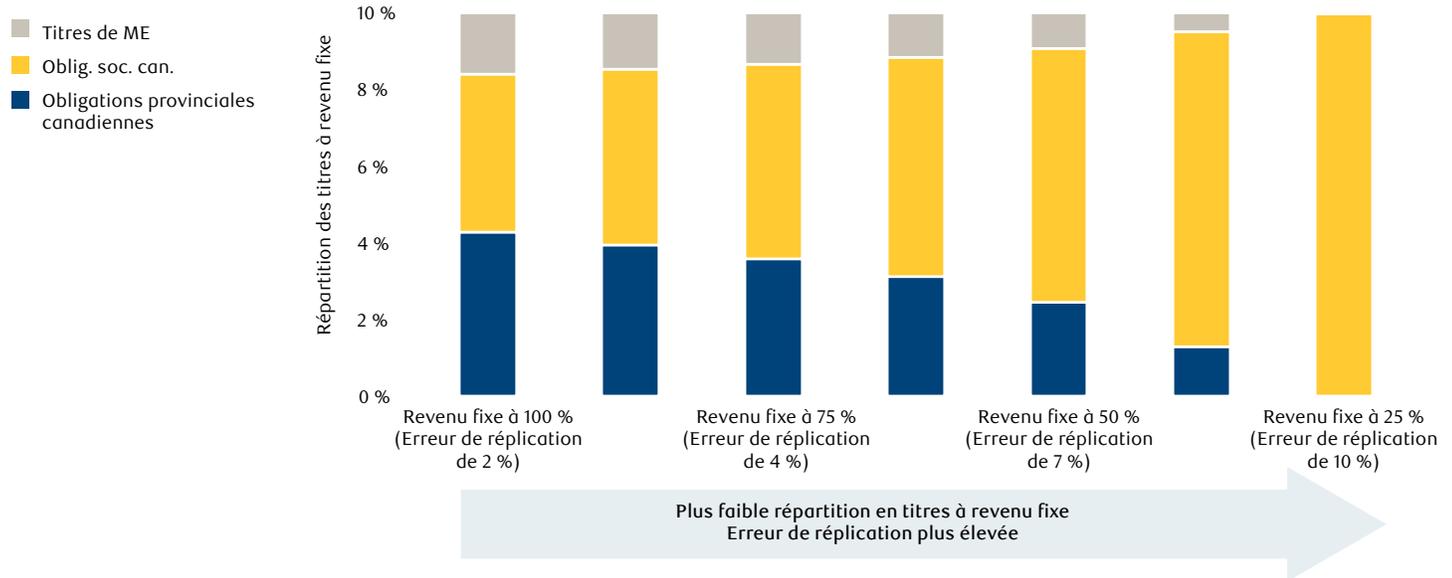
Figure 5-B : Répartition de portefeuille et contribution à la durée



Source : PH&N Institutionnel. Les « obligations provinciales canadiennes » sont représentées par les obligations provinciales à long terme. Les « obligations de sociétés canadiennes » sont représentées par une combinaison d'obligations de sociétés et d'obligations de sociétés à long terme. Les « titres de ME » sont représentés par les titres de marchés émergents (couverts en CAD). Reportez-vous à la fin de l'article pour connaître les hypothèses de modélisation et lire les déclarations. Les analyses de rendement hypothétique sont présentées à titre indicatif seulement. Rien ne garantit que les rendements hypothétiques ou les prévisions se réaliseront.

Figure 6 : Comparaison des rendements excédentaires attendus

	Revenu fixe à 100 %	Revenu fixe à 87,5 %	Revenu fixe à 75 %	Revenu fixe à 62,5 %	Revenu fixe à 50 %	Revenu fixe à 37,5 %	Revenu fixe à 25 %
Opportunités mondiales	0,58 %	1,04 %	1,47 %	1,89 %	2,28 %	2,64 %	2,99 %
Opportunités canadiennes	0,36 %	0,91 %	1,40 %	1,85 %	2,26 %	2,64 %	2,99 %
Différence	0,22 %	0,13 %	0,07 %	0,04 %	0,02 %	± 0 %	± 0 %



Source : PH&N Institutionnel. Les « obligations provinciales canadiennes » sont représentées par des obligations provinciales à long terme. Les « obligations de sociétés canadiennes » sont représentées par les obligations de sociétés à long terme. Les « titres de ME » sont représentés par les titres de marchés émergents (couverts en CAD). Reportez-vous à la fin de l'article pour connaître les hypothèses de modélisation et lire les déclarations. Les analyses de rendement hypothétique sont présentées à titre indicatif seulement. Rien ne garantit que les rendements hypothétiques ou les prévisions se réaliseront.

1. Les actions et les placements alternatifs offrent une prime de rendement attendu à long terme considérablement plus élevée, pour l'erreur de réplification plus importante qu'ils introduisent. Il reste donc peu de budget de risque pour l'erreur de réplification additionnelle introduite par les titres à revenu fixe mondiaux, dans le cadre de ces plus fortes répartitions axées sur le rendement.
2. L'importance de tout changement dans la composante à revenu fixe diminue lorsque la répartition globale dans le portefeuille total est faible.

Par conséquent, les avantages de travailler à partir d'opportunités de placements en titres à revenu fixe mondiaux diminuent en présence de répartitions substantielles en actions et placements alternatifs.

RÉSUMÉ DU CONTEXTE « ACTIF-PASSIF »

Les titres à revenu fixe domestiques constituent la principale source d'atténuation du risque de passif, mais des erreurs de réplifications bien rémunérées ou des contraintes pratiques peuvent créer des opportunités d'intégrer des expositions mondiales. Toutefois, les répartitions élevées en actifs axés sur le rendement réduisent de plus en plus les avantages associés à une répartition en titres à revenu fixe mondiaux.

Conclusion

Établir la composition de l'actif d'un portefeuille d'actifs institutionnels de manière stratégique est l'une des décisions les plus importantes qui relèvent de ses fiduciaires. L'évaluation des différentes catégories d'actifs et des options de portefeuille dans un cadre de gouvernance sain peut être facilitée par une modélisation prospective du profil risque-rendement, à condition que le profil orienté vers l'objectif soit correctement spécifié en tenant compte de la situation particulière de l'entité.

Après avoir identifié plusieurs avantages associés à une perspective mondiale en titres à revenu fixe dans les trois premières parties de cette série, l'objectif de cet article était d'examiner si une approche mondiale peut également conduire à de meilleures décisions et à de meilleurs résultats attendus dans le cadre d'une composition de l'actif réalisée de manière stratégique. À notre avis, la réponse à cette question est un oui retentissant. Comme le démontrent les différentes analyses de cet article, travailler exclusivement à partir d'opportunités de titres à revenu fixe domestiques peut amener à manquer des combinaisons de portefeuilles qui présentent des profils risque-rendement plus avantageux. Cela dit, la « bonne » combinaison d'expositions dépendra en fin de compte des circonstances particulières, des opinions et des préférences de l'investisseur.

L'un des contrastes les plus notables est celui qui existe entre les investisseurs « actifs seulement » et les investisseurs « actif-passif ». Dans le contexte « actifs seulement », la composante à revenu fixe des portefeuilles optimaux est fortement orientée vers les titres à revenu fixe mondiaux le long d'une frontière efficiente, en raison d'une meilleure diversification combinée à des primes de rendement plus

intéressantes. Cependant, dans un contexte « actif-passif », la diversification introduit une erreur de réplcation par rapport à l'indice de référence du passif domestique, ce qui se traduit par des portefeuilles optimaux qui auront tendance à écarter les obligations mondiales, à moins d'une rémunération suffisamment élevée pour compenser le risque additionnel, ou d'une contrainte pratique qui influe sur l'exposition aux obligations domestiques.

Nous avons également observé que l'importance de toute amélioration découlant de l'introduction d'opportunités de placement en titres à revenu fixe mondiaux est fortement influencée par le poids des autres catégories d'actifs dans le portefeuille, comme les actions et les placements alternatifs. Par exemple, les avantages additionnels associés aux opportunités mondiales diminuent à mesure que la répartition cible aux titres à revenu fixe est abaissée, ce qui implique que le coût additionnel et la complexité d'une répartition aux obligations mondiales doivent être soigneusement examinés sous un angle pratique. Cela dit, ce n'est pas parce qu'un investisseur a une faible répartition cible aux titres à revenu fixe, ou qu'il opère dans un contexte « actif-passif » qu'il faut ignorer les titres à revenu fixe mondiaux. Nos observations cherchent plutôt à souligner que des investisseurs différents feront face à des profils risque-rendement différents, et que la seule façon de prendre des décisions stratégiques confiantes et bien informées en matière de composition de l'actif, dans le cadre d'une gouvernance solide, est d'éviter les contraintes et les biais non-nécessaires, comme le fait de limiter les opportunités de titres à revenu fixe à des placements exclusivement domestiques.

Annexe – Répartitions des portefeuilles pour la figure 5-B

Catégories d'actif	Portefeuilles		
	PRM	A	B
Obligations provinciales à long terme	60 %	20 %	43 %
Obligations de sociétés	25 %	8 %	0 %
Obligations de sociétés à long terme	15 %	72 %	41 %
Titres de marchés émergents (couvert CAD)	0 %	0 %	16 %

Annexe – Répartitions des portefeuilles pour la figure 6

Catégories d'actif	Portefeuilles						
	Revenu fixe à 100 %	Revenu fixe à 87,5 %	Revenu fixe à 75 %	Revenu fixe à 62,5 %	Revenu fixe à 50 %	Revenu fixe à 37,5 %	Revenu fixe à 25 %
Avec titres à revenu fixe mondiaux							
Obligations provinciales à long terme	42,7 %	34,5 %	27,0 %	19,6 %	12,2 %	4,8 %	0,0 %
Obligations de sociétés à long terme	41,4 %	40,1 %	38,0 %	35,6 %	33,2 %	30,8 %	24,9 %
Titres de marchés émergents (couvert CAD)	15,9 %	12,9 %	10,1 %	7,3 %	4,6 %	1,9 %	0,1 %
Actions	0,0 %	10,0 %	20,0 %	30,0 %	40,0 %	50,0 %	60,0 %
Placements alternatifs	0,0 %	2,5 %	5,0 %	7,5 %	10,0 %	12,5 %	15,0 %
Avec titres à revenu fixe canadiens							
Obligations provinciales à long terme	19,8 %	11,0 %	5,4 %	1,9 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Obligations de sociétés à long terme	71,7 %	71,7 %	67,1 %	59,7 %	49,8 %	37,4 %	24,9 %
Obligations de sociétés	8,5 %	4,8 %	2,5 %	1,0 %	0,2 %	0,1 %	0,1 %
Actions	0,0 %	10,0 %	20,0 %	30,0 %	40,0 %	50,0 %	60,0 %
Placements alternatifs	0,0 %	2,5 %	5,0 %	7,5 %	10,0 %	12,5 %	15,0 %

Annexe – Hypothèses pour les marchés de capitaux

Le Comité sur le rendement attendu à long terme (CRALT) de RBC Gestion mondiale d'actifs est l'ultime responsable de l'approbation des hypothèses de rendement fondées sur les meilleures estimations. Le CRALT est dirigé par le chef des placements et se compose de cadres du bureau du chef des placements ainsi que de gestionnaires de fonds et d'un représentant du groupe Solutions de portefeuille institutionnel.

La volatilité et les corrélations sont estimées à partir des données historiques et rajustées au besoin pour tenir compte des conditions futures attendues. Les hypothèses de volatilité annuelle prospective sont ajustées à l'aide d'un modèle de distribution log-normale avec changement de régime à état double, et les estimations des risques de baisse sont rajustées en cas d'asymétrie et d'aplatissement excessifs, le cas échéant.

Hypothèses relatives au marché financier

Les hypothèses relatives au marché financier et les sources de données utilisées dans l'analyse de modélisation sont présentées ci-après :

Catégories d'actif	Données représentatives	Rendement attendu à long terme	Volatilité annuelle attendue	Risque à la baisse annuel attendu
Obligations fédérales	Indice des obligations du gouvernement fédéral FTSE Canada	1,4 %	3,7 %	-6,2 %
Obligations provinciales	Indice des obligations provinciales FTSE Canada	1,9 %	5,5 %	-9,7 %
Obligations de sociétés	Indice des obligations de toutes les sociétés FTSE Canada	2,4 %	4,3 %	-8,2 %
Obligations universelles	Indice des obligations universelles FTSE Canada	1,9 %	4,3 %	-7,7 %
Obligations fédérales à long terme	Indice des obligations fédérales à long terme FTSE Canada	1,4 %	8,3 %	-15,3 %
Obligations provinciales à long terme	Indice des obligations provinciales à long terme FTSE Canada	2,1 %	7,9 %	-14,3 %
Obligations de sociétés à long terme	Indice des obligations de société à long terme FTSE Canada	2,8 %	8,0 %	-16,7 %
Obligations d'État mondiales (couvert CAD)	Indice d'oblig. gouvernementales mondiales ICE BofA (couvert CAD)	1,3 %	3,7 %	-6,3 %
Obligations de sociétés mondiales (couvert CAD)	Indice d'oblig. de sociétés mondiales ICE BofA (couvert CAD)	2,1 %	5,5 %	-12,7 %
Obligations mondiales (couvert CAD)	Indice du marché mondial élargi ICE BofA (couvert CAD)	1,6 %	3,5 %	-6,3 %
Obligations d'État mondiales à long terme (couvert CAD)	Indice d'oblig. de sociétés mondiales 10+ ICE BofA (couvert CAD)	1,5 %	7,5 %	-13,7 %
Obligations de sociétés mondiales à long terme (couvert CAD)	Indice du marché mondial élargi 10+ ICE BofA (couvert CAD)	2,2 %	9,6 %	-19,0 %
Obligations à haut rendement mondiales (couvert CAD)	Indice mondial à rendement élevé ICE BofA (couvert CAD)	3,9 %	10,4 %	-18,8 %
Titres de marchés émergents (couvert CAD)	Indice personnalisé ²	4,6 %	10,3 %	-16,1 %
Actions	Indice personnalisé ³	6,1 %	14,4 %	-26,1 %
Placements alternatifs ¹	Indice personnalisé ⁴	6,3 %	8,0 %	-11,6 %
Passif	Exemple de flux de trésorerie actualisés en utilisant 2/3 de rendements d'obligations provinciales et 1/3 de rendements d'obligations de sociétés	2,3 %	7,0 %	-14,5 %

¹ Rendement attendu présumé être présenté après déduction des frais

² Indice d'obligations de marchés émergents J. P. Morgan (couvert CAD) à 27 %, indice d'obligations de sociétés des marchés émergents J. P. Morgan (couvert CAD) à 22 %, et indice d'obligations d'État des marchés émergents J. P. Morgan (GBI-EM) (couvert CAD) à 51 % (pondérations en fonction de la capitalisation boursière de chaque indice au 30 juin 2021).

³ Indice composite S&P/TSX à 30 % et indice MSCI ACWI à 70 % (CAD).

⁴ Indice immobilier MSCI/REALPAC Canada à 35 %, infrastructure (indice personnalisé) à 25 %, placements privés (indice ajusté Russell 2000 [USD]) à 20 %, et indice des prêts à effet de levier Credit Suisse (USD) à 20 %.

Les hypothèses établies pour le marché des capitaux représentent les opinions de PH&N Institutionnel aux fins de l'illustration et de la compréhension de l'éventuel rapport entre le risque et le rendement des différentes décisions en ce qui a trait au portefeuille. Elles sont établies en tenant compte de diverses sources d'information qualitatives et quantitatives, notamment divers modèles de prévision, des recherches internes et externes, les conditions actuelles et futures implicites évaluées par les marchés des capitaux et l'analyse interne de nos gestionnaires de fonds. Les rendements annualisés prévus à long terme portent sur une période de prévision de dix ans. La volatilité, le risque de baisse et les corrélations sont estimés à partir des données historiques et rajustés au besoin pour tenir compte des conditions futures du marché. L'investisseur doit comprendre que la formulation d'hypothèses prospectives a ses limites et que rien ne garantit que le rendement futur sera conforme à toute attente ex ante (au préalable).

Corrélations

	Obligations fédérales	Obligations provinciales	Obligations de sociétés	Obligations universelles	Obligations fédérales à long terme	Obligations provinciales à long terme	Obligations de sociétés à long terme	Obligations d'État mondiales (couvert CAD)	Obligations de sociétés mondiales (couvert CAD)	Obligations mondiales (couvert CAD)	Obligations d'État mondiales à long terme (couvert CAD)	Obligations de sociétés mondiales à long terme (couvert CAD)	Obligations à haut rendement mondiales (couvert CAD)	Titres de marchés émergents (couvert CAD)	Actions	Placements alternatifs	Passif
Obligations fédérales	1																
Obligations provinciales	0,9	1															
Obligations de sociétés	0,7	0,9	1														
Obligations universelles	0,9	1,0	0,9	1													
Obligations fédérales à long terme	0,9	0,9	0,7	0,9	1												
Obligations provinciales à long terme	0,8	1,0	0,9	1,0	0,9	1											
Obligations de sociétés à long terme	0,6	0,8	1,0	0,9	0,7	0,9	1										
Obligations d'État mondiales (couvert CAD)	0,9	0,8	0,6	0,8	0,8	0,7	0,5	1									
Obligations de sociétés mondiales (couvert CAD)	0,4	0,7	0,8	0,7	0,5	0,7	0,8	0,5	1								
Obligations mondiales (couvert CAD)	0,8	0,8	0,7	0,9	0,8	0,8	0,7	0,9	0,8	1							
Obligations d'État mondiales à long terme (couvert CAD)	0,8	0,8	0,6	0,8	0,9	0,8	0,6	1,0	0,6	0,9	1						
Obligations de sociétés mondiales à long terme (couvert CAD)	0,4	0,8	0,9	0,8	0,6	0,8	0,9	0,6	1,0	0,8	0,6	1					
Obligations à haut rendement mondiales (couvert CAD)	-0,1	0,2	0,4	0,2	-0,1	0,2	0,4	-0,2	0,6	0,1	-0,1	0,7	1				
Titres de marchés émergents (couvert CAD)	0,1	0,3	0,5	0,3	0,1	0,4	0,5	0,2	0,7	0,4	0,2	0,7	0,8	1			
Actions	-0,2	0,1	0,3	0,1	-0,1	0,2	0,3	-0,3	0,3	-0,1	-0,2	0,5	0,6	0,5	1		
Placements alternatifs	-0,3	0,0	0,2	-0,1	-0,2	0,0	0,2	-0,4	0,3	-0,2	-0,3	0,5	0,7	0,6	0,8	1	
Passif	0,7	1,0	0,9	0,9	0,9	1,0	0,9	0,7	0,8	0,8	0,7	0,9	0,3	0,4	0,2	0,1	1

Les hypothèses établies pour le marché des capitaux représentent les opinions de PH&N Institutionnel aux fins de l'illustration et de la compréhension de l'éventuel rapport entre le risque et le rendement des différentes décisions en ce qui a trait au portefeuille. Elles sont établies en tenant compte de diverses sources d'information qualitatives et quantitatives, notamment divers modèles de prévision, des recherches internes et externes, les conditions actuelles et futures implicites évaluées par les marchés des capitaux et l'analyse interne de nos gestionnaires de fonds. Les rendements annualisés prévus à long terme portent sur une période de prévision de dix ans. La volatilité, le risque de baisse et les corrélations sont estimés à partir des données historiques et rajustés au besoin pour tenir compte des conditions futures du marché. L'investisseur doit comprendre que la formulation d'hypothèses prospectives a ses limites et que rien ne garantit que le rendement futur sera conforme à toute attente ex ante (au préalable).

Ce document a été fourni par PH&N Institutionnel à titre informatif seulement et ne peut être reproduit, distribué ou publié sans le consentement écrit de PH&N Institutionnel. Le document n'a pas pour but d'offrir des conseils professionnels et ne devrait pas être considéré comme tel.

PH&N Institutionnel prend des mesures raisonnables pour fournir des renseignements à jour, exacts et fiables, et croit qu'ils le sont au moment de leur impression. Les opinions exprimées dans les présentes sont celles de PH&N Institutionnel en date de la publication et peuvent changer sans préavis. Cette information ne constitue pas une offre ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres, ou de participation ou d'adhésion à un service.

Les renseignements obtenus de tiers sont jugés fiables, mais ni PH&N Institutionnel, ni ses sociétés affiliées, ni aucune autre personne n'en garantissent explicitement ou implicitement l'exactitude, l'intégralité ou la pertinence. Nous n'assumons aucune responsabilité à l'égard des erreurs ou des omissions dans ces renseignements.

Ces documents contiennent des énoncés qui ne sont pas strictement des énoncés de faits passés, mais plutôt des « énoncés prospectifs ». Ces énoncés comprennent entre autres des prévisions, des analyses de rendement hypothétique, des analyses hypothétiques de revenu, de rendement en revenu ou de rendement global, des cibles de rendement futur, des structures ou compositions de portefeuille modèles ou pro forma, des analyses de scénario, des stratégies de placement précises et des niveaux proposés ou pro forma de diversification ou de placement dans un secteur donné. Ces énoncés prospectifs sont fondés sur certaines hypothèses et reposent en bonne partie sur une analyse et un jugement subjectifs. Aucune déclaration n'est faite quant à l'atteinte des rendements indiqués ni au fait que toutes les hypothèses ont été envisagées ou énoncées. Il est difficile de prédire les événements réels, qui sont indépendants de notre volonté. Les événements réels pourraient donc être considérablement différents de ceux présentés dans les hypothèses. Tous les énoncés prospectifs aux présentes sont fondés sur l'information disponible à la date des présentes, et nous ne sommes pas tenus de mettre à jour les énoncés prospectifs. Les facteurs importants pouvant faire en sorte que les résultats réels diffèrent considérablement de ceux mentionnés dans les énoncés prospectifs comprennent l'évolution de la conjoncture économique, des conditions du marché, du droit et du domaine financier en général. Par conséquent, rien ne garantit que les rendements hypothétiques ou les prévisions peuvent se réaliser, que les énoncés prospectifs deviendront réalité ou que les rendements ou résultats réels ne seront pas considérablement différents de la situation présentée.

PH&N Institutionnel est la division des affaires institutionnelles de RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. (RBC GMA Inc.). Phillips, Hager & North gestion de placements est une division de RBC GMA Inc.

RBC Gestion mondiale d'actifs est la division de gestion d'actifs de Banque Royale du Canada (RBC) qui regroupe RBC GMA Inc., RBC Global Asset Management (U.S.) Inc., RBC Global Asset Management (UK) Limited, RBC Global Asset Management (Asia) Limited, et BlueBay Asset Management LLP, qui sont des filiales distinctes, mais affiliées de RBC.

®/™ Marque(s) de commerce de Banque Royale du Canada, utilisée(s) sous licence.
© RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. 2021