

EST-IL TEMPS DE REPENSER LES OBLIGATIONS?

Juin 2022

 Par Michael Sager, Giuseppe Pietrantonio et Kevin Minas¹


Sommaire

Plusieurs raisons suggèrent qu'il est temps de réévaluer le rôle des titres à revenu fixe dans les portefeuilles des investisseurs :

- Les rendements annualisés prévus des obligations du gouvernement du Canada à 10 ans et d'autres types de titres à revenu fixe sont maintenant concurrentiels par rapport aux actions, une fois ajustés au risque.
- Grâce au redressement des taux de revenu, les obligations souveraines sont mieux placées pour offrir aux investisseurs une protection contre le risque de baisse future des marchés boursiers.
- Les titres à revenu fixe couvrent un large éventail d'occasions de placement éclectiques. Chacun d'entre eux offre quelque chose de différent, par exemple, un revenu attendu intéressant, une prime de rendement prévue liée à l'illiquidité ou une durée et un risque de crédit plus faibles; tout cela peut aider les investisseurs à maximiser la diversification de leur portefeuille de placements dans son ensemble.

1. Le passé récent : le verre à moitié vide

L'attitude des investisseurs à l'égard des solutions traditionnelles de portefeuille à revenu fixe s'est dégradée ces dernières années. La faiblesse des rendements attendus et l'inflation élevée et de plus en plus répandue ont incité les investisseurs à réduire leurs placements en titres à revenu fixe de base, au profit des actions cotées en bourse et de solutions alternatives éclectiques. Le scepticisme des investisseurs s'est amplifié depuis août 2020, car les titres à revenu fixe canadiens de base ont connu leur correction la plus prononcée et la plus longue des sept dernières décennies (tableau 1).

Tableau 1 - Replis historiques² des titres à revenu fixe canadiens

Période	Rend. de l'ind. de réf.	Nbre de mois	Nbre de mois de récup.
De mai 1958 à sept. 1959	-6,1 %	16	9
De févr. 1974 à août 1974	-9,8 %	6	4
De févr. 1975 à sept. 1975	-5,5 %	7	4
De juill. 1979 à mars 1980	-11,1 %	8	3
De juin 1980 à juill. 1981	-11,4 %	13	4
De janv. 1984 à mai 1984	-5,2 %	4	3
De mars 1987 à sept. 1987	-6,5 %	6	4
De déc. 1989 à avr. 1990	-6,1 %	4	3
De janv. 1994 à juin 1994	-11,2 %	5	10
De mai 2013 à sept. 2013	-5,3 %	4	7
Mars 2020	-6,5 %	0,5	3
Depuis août 2020	-16,5 %	23	??
Moyenne	-8,4 %	8	5

L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant des tiers fournisseurs de services suivants : Bloomberg et Refinitiv Datastream. Données au 16 juin 2022.

¹Michael Sager, Ph.D, est directeur exécutif, Multiclasse d'actifs et gestion des devises; Giuseppe Pietrantonio est associé, Gestion de portefeuilles de clients, Multiclasse d'actifs et gestion des devises et Kevin Minas, CFA, CAIA, est gestionnaire de portefeuilles de clients, Titres à revenu fixe.

²Un repli est défini par une baisse entre sommet et creux de 10 % ou plus.

2. Le présent : le verre à moitié plein

Le secteur des titres à revenu fixe évolue. Les taux des obligations souveraines ont atteint des niveaux inégalés depuis 2018. Même si les investisseurs ont subi des pertes en capital au cours de la correction boursière actuelle, les obligations sont devenues de plus en plus intéressantes sur le plan prospectif (tableau 2). Le rendement annuel moyen attendu d'une obligation du gouvernement du Canada à 10 ans au cours des 10 prochaines années a atteint 3,6 % en mai 2022, en hausse par rapport à seulement 1,9 % en janvier. Dans l'ensemble, ce rendement est comparable au rendement attendu de l'indice S&P 500 aux États-Unis sur un même horizon de placement en dollars canadiens, en particulier sur une base ajustée au risque. Les perspectives de rendement des obligations de sociétés se sont également considérablement améliorées, passant de 3,4 % en janvier à plus de 5,0 %.

Tableau 2 - Rendements prévus hypothétiques pour certains marchés des titres à revenu fixe et des actions

Titres à revenu fixe	Mai 2022	Janvier 2022
Marché mon. can.	1,9 %	1,4 %
Obl. du gouv. du Can. 10 ans	3,6 %	1,9 %
Obl. de sociétés can.	5,1 %	3,4 %
Obl. univ. can.	3,9 %	2,4 %
Marché mon. amér.	0,7 %	0,8 %
Bons du Trésor amér. 10 ans	2,5 %	1,6 %
Obl. de sociétés amér.	3,9 %	2,7 %
Obl. amér. à rend. élevé	4,4 %	3,0 %
JPM Monde hors Canada	3,0 %	1,9 %
Ind. JPM des marchés ém.	9,7 %	8,8 %

Actions	Mai 2022	Janvier 2022
Canada - S&P/TSX	6,1 %	5,7 %
É.-U. - S&P500	4,1 %	2,8 %

L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant des tiers fournisseurs de services suivants : Bloomberg et Refinitiv Datastream. Données au 31 mai 2022.

En plus d'offrir un rendement attendu plus intéressant, l'augmentation des taux de revenu signifie que les obligations gouvernementales ont maintenant plus de marge de manœuvre pour protéger un portefeuille équilibré du risque de dépréciation en cas de repli futur des marchés boursiers (tableau 3).

Tableau 3 - Quelle protection les titres à revenu fixe de base peuvent-ils offrir en cas de repli futur des marchés boursiers?

Secteur	Taux nominal actuel à 20 ans	Protection contre le repli boursier si le taux est ramené à zéro
Bons du Trésor amér.	3,33 %	22,35 %
Gouv. du Canada	3,46 %	23,60 %

L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du tiers fournisseur de services suivant : Bloomberg. Données au 16 juin 2022. Les calculs supposent un portefeuille représentatif 60/40 pour un investisseur américain et un investisseur canadien, avec 60 % d'actions canadiennes et 40 % de titres à revenu fixe souverains canadiens.

Quoique les derniers temps puissent suggérer, les replis synchronisés des actions et des obligations sont relativement rares (tableau 4). Depuis 1956, il y a eu 21 replis boursiers de plus de 10 %. Les obligations ont subi un repli significatif parallèle durant seulement trois de ces replis, y compris celui que nous traversons actuellement. Le repli actuel semble donc être l'exception et non la règle.

Tableau 4 - Rendement des titres à revenu fixe de base durant les périodes de repli boursier

Période	Rendement boursier	Rendement obligataire
D'août 1956 à nov. 1956	-14,35 %	-1,26 %
De juin 1957 à déc. 1957	-26,90 %	5,80 %
D'août 1959 à juill. 1960	-14,59 %	4,73 %
De janv. 1962 à juin 1962	-17,02 %	-0,31 %
De févr. 1966 à sept. 1966	-15,06 %	1,24 %
De juin 1969 à juin 1970	-25,38 %	4,29 %
De nov. 1973 à sept. 1974	-34,96 %	-6,52 %
De mars 1980 à mars 1980	-17,64 %	-1,25 %
De juill. 1981 à juin 1982	-39,16 %	11,31 %
De janv. 1984 à juill. 1984	-14,37 %	0,41 %
D'août 1987 à nov. 1987	-25,45 %	2,09 %
De janv. 1990 à octobre 1990	-20,08 %	2,46 %
De févr. 1994 à juin 1994	-10,63 %	-11,19 %
De mai 1998 à août 1998	-27,47 %	-0,11 %
De sept. 2000 à sept. 2002	-43,20 %	18,52 %
De juin 2008 à févr. 2009	-43,35 %	3,77 %
D'avril 2011 à sept. 2011	-16,55 %	7,72 %
De sept. 2014 à janv. 2016	-14,29 %	6,06 %
D'août 2018 à déc. 2018	-11,64 %	1,54 %
De févr. 2020 à mars 2020	-22,25 %	-1,31 %
D'avril 2022 à juin 2022	-13,01 %	-7,34 %

Actions : Indice composé S&P/TSX. Obligations : Indice obligataire universel FTSE TMX.

L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du tiers fournisseur de services suivant : Bloomberg. Données au 15 juin 2022.

Les taux de revenu des obligations pourraient encore augmenter un peu si les données macroéconomiques poussent le marché à prendre en compte encore plus d'interventions monétaires des banques centrales. L'analyse du seuil de rentabilité indique que les taux de revenu actuels offrent une protection de plus en plus attrayante contre ce risque (tableau 5). Par exemple, les taux des obligations canadiennes à court terme pourraient grimper de 140 points de base (pb) au-dessus des niveaux actuels avant que le rendement attendu d'un placement sur un an dans cette partie de la courbe des taux soit ramené à zéro; par rapport à un fonds du marché monétaire, le seuil de rentabilité est d'environ 80 pb. Pour les obligations du gouvernement du Canada à 5 ans et à 10 ans, les seuils de rentabilité sont respectivement de 81 pb et de 39 pb supérieurs aux taux courants.

Tableau 5 - Analyse du seuil de rentabilité

Au 24 mai 2022	Revenu (%)	Duration (années)	Seuil de rentabilité (pb)
Ind. univ. à court terme FTSE	3,89	2,77	140
Obl. du gouv. du Can. à 5 ans	3,38	4,19	81
Obl. du gouv. du Can. à 10 ans	3,48	8,84	39

L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du tiers fournisseur de services suivant : Bloomberg. Données au 15 juin 2022.

3. L'avenir : une vaste gamme de solutions complémentaires de titres à revenu fixe

Les titres à revenu fixe offrent un large éventail d'occasions. Une grande partie des placements en titres à revenu fixe actuels des portefeuilles est consacrée aux obligations gouvernementales canadiennes. Par le passé, cette approche était logique : à long terme, ces titres procurent un rendement sûr, représentent généralement une couverture efficace du risque de repli des marchés boursiers et offre un éventail d'échéances qui facilite la mise en correspondance des passifs des régimes de retraite.

Les investisseurs sont de plus en plus conscients de la nécessité de maximiser l'étendue et la diversité de leurs placements pour que leur portefeuille puisse prospérer face à un éventail d'occasions et de risques. Cela signifie qu'il faut aller au-delà d'une concentration en titres à revenu fixe traditionnels pour saisir des occasions complémentaires dans l'ensemble du spectre de risque des titres à revenu fixe afin d'accroître le revenu et le rendement attendus et pour ajouter une diversification géographique aux portefeuilles, par exemple en investissant dans les obligations mondiales et les titres de créance des marchés émergents.

Nous avons mis en évidence ci-dessous plusieurs occasions relatives aux titres à revenu fixe. Celles-ci pourraient mériter une place dans les portefeuilles des investisseurs aux côtés de titres à revenu fixe de base traditionnels, selon les objectifs visés. Chacun de ces placements offre quelque chose de différent (un rendement attendu plus élevé, une prime de rendement prévue liée à l'illiquidité ou une duration et un risque de crédit plus faibles) qui peut aider les investisseurs à maximiser la diversification, tant dans leur volet de titres à revenu fixe que dans l'ensemble de leur portefeuille de placements.

Obligations à court terme

- Les taux de revenu obligataires ont augmenté en réponse à une hausse de l'inflation et à la prévision d'une hausse substantielle des taux d'intérêt des banques centrales.
- Les taux de revenu canadiens à court terme se sont établis à environ 3 %, soit le double de leur niveau à la fin de 2021. Pour les investisseurs dont l'épargne est placée en transit dans des espèces ou des quasi-espèces à faible rendement, cela signifie que les obligations à court terme offrent actuellement une occasion intéressante d'obtenir un rendement beaucoup plus élevé sans ajouter de risque important de duration ou de crédit.

Graphique 1 – Des corrélations intéressantes suggèrent que les investisseurs peuvent améliorer la diversification de leur portefeuille en investissant dans un vaste éventail de solutions de titres à revenu fixe

	Oblig. de base	Oblig. à court terme	Oblig. de sociétés	Oblig. à rend. élevé	Prêts hypo. comm.	Titres d'emprunt de soc. ferm.	Oblig. mond.	Oblig. des marchés émergents	Actions canadiennes
Oblig. de base	1								
Oblig. à court terme	0,08	1							
Oblig. de sociétés	0,9	-0,07	1						
Oblig. à rend. élevé	0,25	-0,47	0,55	1					
Prêts hypo. comm.	0,69	0,07	0,64	0,54	1				
Titres d'emprunt de soc. ferm.	0,27	-0,15	0,45	0,43	0,32	1			
Oblig. mondiales	0,56	0,12	0,52	0,31	0,49	0,3	1		
Oblig. des marchés émergents	0,4	-0,06	0,53	0,55	0,36	0,47	0,53	1	
Actions canadiennes	0,14	-0,21	0,31	0,69	0,05	0,54	0,16	0,51	1

L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du tiers fournisseur de services suivant : Bloomberg Finance L.P. L'échantillon maximal couvre la période allant de janvier 1973 à mars 2022. Toutes les données sont exprimées en dollars canadiens. Obligations de base : Fonds commun d'obligations canadiennes de base CIBC; Obligations à court terme : Indice des Bons du Trésor à 91 jours FTSE Canada; Obligations de sociétés : Indice des obligations universelles de toutes les sociétés FTSE Canada; Obligations à rendement élevé : Indice des obligations globales à haut rendement FTSE Canada; Prêts hypothécaires commerciaux : Fonds d'hypothèques commerciales ACM; Titres d'emprunt de sociétés fermées : Indice FTSE EPRA NAREIT; Obligations mondiales : Indice composé Bloomberg - Obligations mondiales; Obligations des marchés émergents : Indice JPMorgan EMBI Plus; Actions canadiennes : Indice S&P/TSX. Matrice de corrélation à pondération égale.

- Même si les taux d'inflation des marchés industrialisés sont probablement en train de plafonner, les pressions inflationnistes devraient demeurer supérieures aux cibles à long terme des banques centrales dans un avenir prévisible. La prise de positions dans la portion à court terme de la courbe des taux, où ces derniers sont moins sensibles aux variations des taux d'intérêt, peut offrir aux portefeuilles une couverture constante contre le risque d'inflation par rapport aux placements qui se situent plus loin dans la courbe des taux.

- Solutions de placement CIBC : Fonds de revenu à court terme CIBC; Fonds de revenu à court terme Renaissance; Fonds commun d'obligations à court terme Impérial.**

Obligations de sociétés

- Par le passé, les obligations de sociétés procuraient aux investisseurs un revenu selon un taux stable. Nous nous attendons à ce que cela reste le cas. Les obligations de sociétés continuent de profiter de bilans vigoureux et d'une grande rentabilité, ce qui rend la catégorie d'actif relativement attrayante compte tenu des valorisations actuelles. Nous nous attendons à ce que les obligations de sociétés surpassent les obligations gouvernementales dans les 12 prochains mois.
- Le fait de privilégier les obligations de première qualité peut limiter le risque de crédit. L'ajout d'obligations à rendement élevé peut améliorer la diversification sectorielle et le potentiel de rendement.
- Un portefeuille à gestion active axé sur les sociétés de grande qualité peut gérer le risque en investissant dans un vaste éventail de secteurs et d'émetteurs.
- Solutions de placement CIBC : Fonds d'obligations de sociétés Renaissance.**

Prêts hypothécaires commerciaux

- Les prêts hypothécaires commerciaux sont des prêts garantis par une créance directe sur un actif immobilier commercial. Les types d'actifs les plus courants comprennent les immeubles locatifs commerciaux, industriels, de bureaux et multirésidentiels.
- Les prêts hypothécaires commerciaux offrent des flux de trésorerie relativement élevés et prévisibles liés aux baux à long terme. Les investisseurs reçoivent également une prime d'illiquidité, car les prêts ne sont pas facilement négociables et sont généralement conservés jusqu'à l'échéance. Cela signifie également que les investisseurs qui ont un meilleur accès à des opérations et à des capacités d'émission peuvent s'attendre à améliorer les rendements de leurs placements.

- Cette catégorie d'actifs offre une exposition à des actifs de courte durée qui présentent généralement une faible volatilité et un faible risque de baisse en raison de clauses restrictives négociées sur mesure, d'un recours à des biens corporels et des garanties supplémentaires de la part de l'emprunteur ainsi que des calendriers d'amortissement des prêts qui réduisent le risque de remboursement du capital.
- Les perspectives de l'immobilier canadien demeurent favorables, en particulier en raison du renforcement de la demande étrangère.
- **Solutions de placement CIBC : Fonds d'hypothèques commerciales ACM.**

4. Positionnement de nos portefeuilles

Fonds commun de base Plus de titres à revenu fixe CIBC

Obligations de base

- Nous surpondérons la durée par rapport aux indices de référence, car nous considérons que les marchés ont pris en compte avec trop de vigueur les futures hausses de taux d'intérêt des banques centrales, y compris la Banque du Canada.
- Nous surpondérons les obligations de sociétés de première qualité, car nous nous attendons à ce que les obligations de sociétés surpassent les obligations gouvernementales au cours des 12 prochains mois.
- Nous avons une préférence pour la portion à moyen terme de la courbe des taux.

Obligations de sociétés

- L'élargissement des écarts de taux des obligations de sociétés offre désormais une meilleure valeur qu'il y a quelques mois. Nous surpondérons la durée par rapport aux indices de référence et privilégions les titres de première qualité.
- Nous ajoutons lentement des titres à bêta plus élevé en raison de leur valorisation attrayante. Nous surpondérons l'énergie en raison des perspectives favorables du secteur.

Titres de créance et à rendement élevé

- Nous demeurons prudents à l'égard de ce secteur, mais nous avons commencé à investir des capitaux pour tirer parti des perturbations du marché faisant en sorte que des titres de qualité supérieure notés BB ont des valorisations favorables.
- Nous avons commencé à accroître le risque dans les secteurs résilients de l'économie, notamment l'emballage et la santé. Nous surpondérons l'énergie et les marchandises, mais sous-pondérons les télécommunications en raison de l'endettement élevé de ce secteur et de son budget de dépenses en immobilisations.

Sauf indication contraire, tous les renseignements du présent document sont pertinents en date du 31 mai 2022.

Le présent document vise à donner des renseignements généraux et ne doit pas être interprété comme un conseil de placement. Il ne constitue ni une offre ni une sollicitation d'achat ou de vente des titres mentionnés. Sauf indication contraire, toutes les opinions et estimations figurant dans le présent document datent du moment de sa publication et peuvent changer. Gestion d'actifs CIBC inc. utilise plusieurs styles de placement pour ses diverses plateformes de placement. Les opinions exprimées dans le présent document sont celles de l'équipe Gestion de portefeuilles de clients et non celles des autres équipes. Ces renseignements ne constituent pas des conseils juridiques ni des conseils fiscaux.

« Bloomberg® » est une marque de service de Bloomberg Finance L.P. et de ses sociétés affiliées, y compris Bloomberg Index Services Limited (« BISL »), l'administrateur des indices (collectivement, « Bloomberg »), que Gestion d'actifs CIBC inc. est autorisée à utiliser, à certaines fins, en vertu d'une licence. Bloomberg n'est pas affiliée à Gestion d'actifs CIBC inc., et Bloomberg n'approuve, n'endosse, n'examine ni ne recommande les produits de Gestion d'actifs CIBC inc.

Certains renseignements que nous vous avons fournis pourraient constituer des énoncés prospectifs. Ces énoncés comportent des risques connus et non connus, des incertitudes et d'autres facteurs pouvant faire en sorte que les résultats ou les rendements réels pourraient différer considérablement des résultats ou des rendements futurs prévus explicitement ou implicitement dans lesdits énoncés prospectifs.

Gestion d'actifs CIBC et le logo CIBC sont des marques de la Banque Canadienne Impériale de Commerce (la Banque CIBC), utilisées sous licence.

Le présent document et son contenu ne peuvent être reproduits sans le consentement écrit de Gestion d'actifs CIBC inc.

Obligations mondiales

- Le risque est inférieur à la cible à long terme, en raison de l'incertitude persistante à l'égard des perspectives économiques et géopolitiques.
- Nous surpondérons les pays producteurs de marchandises, comme le Chili et l'Australie, ce qui témoigne de perspectives favorables à long terme pour les marchandises.
- Nous nous attendons à ce que la croissance économique soit particulièrement mise à l'épreuve en Europe en raison de l'inflation et de la guerre en Ukraine, et nous avons exprimé ce point de vue en sous-pondérant l'Italie.

Stratégie de rendement absolu d'actifs multiples (SRAAM)

- Nous sommes en position acheteur sur les obligations souveraines canadiennes, australiennes et américaines. Le redressement des taux obligataires a amélioré les rendements attendus de ces positions, et le risque accru d'un ralentissement brutal de l'économie souligne le bien-fondé de ces positions.
- Nous sommes également en position acheteur sur une sélection d'obligations souveraines locales de marchés émergents dont les éléments fondamentaux sont attrayants, comme le Brésil, l'Indonésie et la Corée. Toutes ces positions offrent des taux de revenu et des éléments fondamentaux sous-jacents attrayants.
- Nous conservons une position vendeur sur les titres de créance des marchés développés. Cette position profitera d'un élargissement des écarts de taux, qui devrait découler du ralentissement attendu de la croissance économique mondiale.

Parlons ensemble

Si vous avez des questions au sujet de ce rapport, n'hésitez pas à communiquer avec :

Michael Sager, Ph.D.

Directeur général, Multiclasse d'actifs et gestion des devises

Gestion d'actifs CIBC

michael.sager@cibc.com