



PWL

Guide du placement dans les titres à revenu fixe

Raymond Kerzérho CFA, MBA
Directeur, research

PWL Capital inc.
Novembre 2019

Ce rapport a été rédigé par Raymond Kerzérho PWL Capital inc. Les idées, opinions et recommandations contenues dans le présent document sont celles de l'auteur et ne représentent pas nécessairement les vues de PWL Capital inc.

© PWL Capital inc.

Tous droits réservés. Aucune partie de cette publication ne peut être reproduite sans l'autorisation préalable écrite de l'auteur et/ou PWL Capital. PWL Capital souhaiterait recevoir une copie de toute publication ou matériel qui utilise ce document comme source. Veuillez citer ce document comme suit :

Raymond Kerzérho, Directeur de la recherche, PWL Capital inc. « *Guide du placement dans les titres à revenu fixe* »

Pour plus d'informations sur cette publication ou d'autres publications de PWL Capital, veuillez communiquer avec :

PWL Capital – Montréal, 3400 de Maisonneuve ouest., bureau 1501, Montréal, Québec H3Z 3B8
Tél 514 875-7566 • 1-800 875-7566 Fax 514 875-9611
montreal@pwlcapital.com

Ce rapport est publié par PWL Capital inc. à titre informatif seulement. Les informations qui ont servi à bâtir ce rapport sont disponibles sur demande. Avant d'effectuer un placement ou d'adopter une stratégie de placement, chaque investisseur devrait évaluer ses objectifs avec son conseiller en placement. Les opinions exprimées dans ce document représentent le jugement de PWL Capital inc. à la date indiquée sur celui-ci; elles sont modifiables sans avis et elles sont fournies de bonne foi, mais sans responsabilité à l'égard des erreurs ou omissions que pourrait contenir ce document. Les renseignements contenus dans les présentes ont été puisés auprès de sources que nous considérons dignes de foi, mais ni PWL Capital inc. ni ses employés, ses agents ou ses fournisseurs de renseignements ne peuvent garantir leur exactitude ou leur intégralité.

Table des matières

1. Les bases	4
2. Le prix des obligations	7
3. Les risques associés aux obligations	11
4. La fiscalité des titres à revenu fixe	14
5. La gestion des portefeuilles d'obligations	16
6. Les véhicules de placement à revenu fixe	21
7. Le rôle stratégique des titres à revenu fixe dans un portefeuille diversifié	23
L'auteur	25

1. Les bases

Les médias parlent assez peu des obligations et des autres titres à revenu fixe, et ce, pour plusieurs raisons. D'abord, les obligations sont un peu techniques. Si les facteurs qui expliquent la hausse ou la baisse d'une action sont faciles à comprendre, c'est moins vrai pour le rendement des obligations. Ensuite, tout le monde sait qu'avec la faiblesse actuelle des taux d'intérêt à l'échelle mondiale, le rendement futur des obligations sera probablement très modeste, ce qui ne contribue pas à en faire un sujet populaire. Enfin, il y a beaucoup moins d'information publique disponible sur les obligations que sur les actions. Malgré tout, les obligations et les autres titres à revenu fixe constituent une composante importante du portefeuille de la plupart des gens. La présente section a pour but de donner au lecteur les outils de base pour qu'il s'y retrouve dans les fondamentaux du placement dans les obligations.

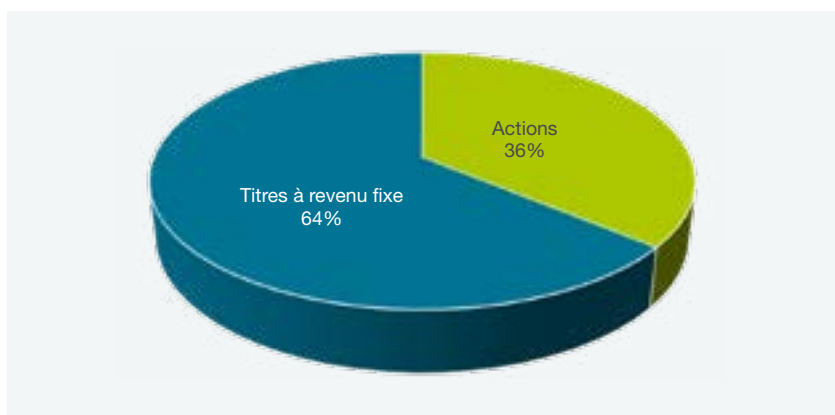
a. Obligations et titres à revenu fixe

Les obligations sont des titres portant intérêt dont les échéances sont de plus d'un an. Les titres à revenu fixe incluent quant à eux les obligations et les titres du marché monétaire (dont les échéances sont d'un an ou moins). Dans le présent article, nous emploierons les termes « obligations » et « titres à revenu fixe » de façon interchangeable, dans la mesure où les obligations représentent la majorité des titres à revenu fixe.

b. Un marché énorme...

Le marché mondial des titres à revenu fixe représente 64 % de l'ensemble des titres négociés sur les marchés publics (102 000 milliards de dollars), contre 36 % pour le marché mondial des actions (58 000 milliards de dollars). En d'autres termes, le marché des obligations est presque deux fois plus gros que celui des actions.

Graphique 1 : Le marché public mondial des actions et des obligations



Sources : Banque des règlements internationaux, Dimensional Fund Advisors

c. ... et très fragmenté

Contrairement aux opérations sur les actions cotées, les opérations sur les titres à revenu fixe ne se déroulent pas sur des marchés centralisés (les Bourses). Elles sont surtout réalisées dans le cadre d'opérations privées entre courtiers et investisseurs. De plus, les émissions obligataires sont beaucoup plus variées que les émissions d'actions. Par exemple, la Banque Royale du Canada n'a qu'une action ordinaire en circulation, mais compte plus de 350 obligations différentes.

d. Obligations et actions

Une obligation est un contrat assorti d'un échéancier de paiements fixes. Par conséquent, le porteur d'une obligation peut estimer son rendement futur s'il conserve son obligation jusqu'à son échéance. Une action, quant à elle, est un droit résiduel sur ce qui reste dans une société une fois que les créanciers ont été entièrement remboursés (bénéfices accumulés et futurs). Comme l'échéancier des paiements des obligations est strictement défini, les obligations sont moins volatiles. En général, un indice d'obligations général sera de trois à quatre fois moins volatil qu'un indice d'actions général.

e. Catégorie investissement et rendement élevé

Environ 52 % des titres à revenu fixe sont émis par des sociétés, et 48 % par des gouvernements. La grande majorité des obligations de sociétés sont de « catégorie investissement » : la note de crédit que leur attribuent les agences de notation comme Moody's et Standard and Poor's est comprise entre AAA et BBB, et on considère qu'il est très probable que leurs émetteurs vont effectuer les paiements promis aux échéances établies. Un petit pourcentage du marché des obligations de sociétés est de nature spéculative (ou à « rendement élevé ») : ces titres présentent une forte probabilité de défaut, mais paient en échange un taux d'intérêt plus élevé que les titres de catégorie investissement. Ces obligations sont notées entre BB et CCC.

f. Coupon et rendement à l'échéance

Le « coupon » est le taux d'intérêt nominal fixe auquel donne droit une obligation. Le terme renvoie à l'époque où les obligations étaient imprimées sur papier. Afin de récupérer les paiements d'intérêt, les porteurs des obligations devaient découper leur coupon du certificat de l'obligation et le présenter au dépositaire à la date prévue afin d'obtenir leur argent. Le « rendement à l'échéance » d'une obligation représente, lui, le taux d'intérêt du marché de l'obligation; il évolue inversement au prix de l'obligation. Nous discuterons de la relation prix/rendement dans la section sur le prix de l'obligation. Souvenez-vous simplement que si le coupon est fixe, le rendement à l'échéance fluctue en fonction de l'offre et de la demande sur le marché.

g. Rendement à l'échéance et rendement réalisé

Bien que ces deux expressions soient semblables, le « rendement à l'échéance » (en anglais « yield-to-maturity ») et le « rendement réalisé » (en anglais « return ») sont très différents. Le rendement à l'échéance est le taux d'intérêt courant d'une obligation sur le marché; il constitue en quelque sorte une mesure du rendement espéré dans le futur. Le rendement réalisé est la somme des gains réalisés sur une période passée, divisée par le capital investi. Le rendement réalisé mesure donc la rentabilité d'un titre a posteriori.

h. Types d'échéances

Les obligations sont généralement classées selon trois types d'échéances. Les obligations à court terme ont une échéance comprise entre un et cinq ans. Les obligations à moyen terme ont une échéance comprise entre cinq et dix ans. Enfin, les obligations à long terme ont des échéances supérieures à dix ans, qui peuvent souvent aller jusqu'à trente ans et parfois plus.

i. Obligations à prime, à escompte et au pair

Les obligations évaluées à leur stricte valeur nominale sont dites « au pair ». Les obligations au pair s'échangent à un prix de 100 \$ pour 100 \$ de valeur nominale. Les obligations évaluées à plus de 100 \$ sont dites « à prime ». Les obligations évaluées à moins de 100 \$ sont dites « à escompte ».

j. Écarts de crédit

Un écart de crédit est la différence de rendement à l'échéance entre une obligation de première qualité (obligation du gouvernement fédéral ou du Trésor américain, par exemple) et une obligation de qualité moindre (obligation provinciale, municipale ou de société).

Maintenant que nous avons passé en revue les différents éléments constitutifs du marché des obligations, nous verrons dans la prochaine section comment les prix des obligations et leurs rendements sont établis.

2. Le prix des obligations

Qu'est-ce qui fait monter ou baisser les prix des obligations? Pourquoi certaines obligations sont-elles plus volatiles que d'autres? Quels indicateurs clés aident les investisseurs à prendre leurs décisions? Dans cette section, nous expliquons ce qui détermine le rendement des obligations.

a. Relation prix/rendement à l'échéance

Le coupon et l'échéance d'une obligation sont établis à son émission et resteront les mêmes pendant toute la vie du titre. Cependant, la plupart des obligations ne sont pas détenues par leur porteur initial jusqu'à leur échéance. Dès lors, pour que des transactions soient possibles, les prix doivent pouvoir fluctuer. Le « rendement à l'échéance » est le taux d'intérêt du marché d'une obligation à un moment donné dans le temps, en tenant compte de son prix à ce moment-là. Supposons qu'une investisseuse achète une obligation à 10 ans, assortie d'un coupon à 3 %, à un prix de 95 \$ (ce qui signifie qu'elle paie seulement 95 % de sa valeur nominale); le rendement à l'échéance est alors supérieur à 3 % puisque l'investisseuse a payé moins que la valeur nominale pour obtenir le même revenu et qu'en plus, elle engrange un gain en capital de 5 % à l'échéance (100 % - 95 %). L'inverse est vrai pour les investisseurs qui paient 105 \$ pour la même obligation. En général, les prix et les rendements des obligations évoluent en sens inverse. Le tableau 1 ci-dessous illustre la relation prix/rendement.

Tableau 1 : Rendements d'une obligation à 10 ans avec un coupon de 3 % pour différents prix

Coupon	Prix	Rendement à l'échéance
3 %	95 (escompte de 5 %)	3,60 %
3 %	100 (au pair)	3,00 %
3 %	105 (prime de 5 %)	2,43 %

Source : PWL Capital

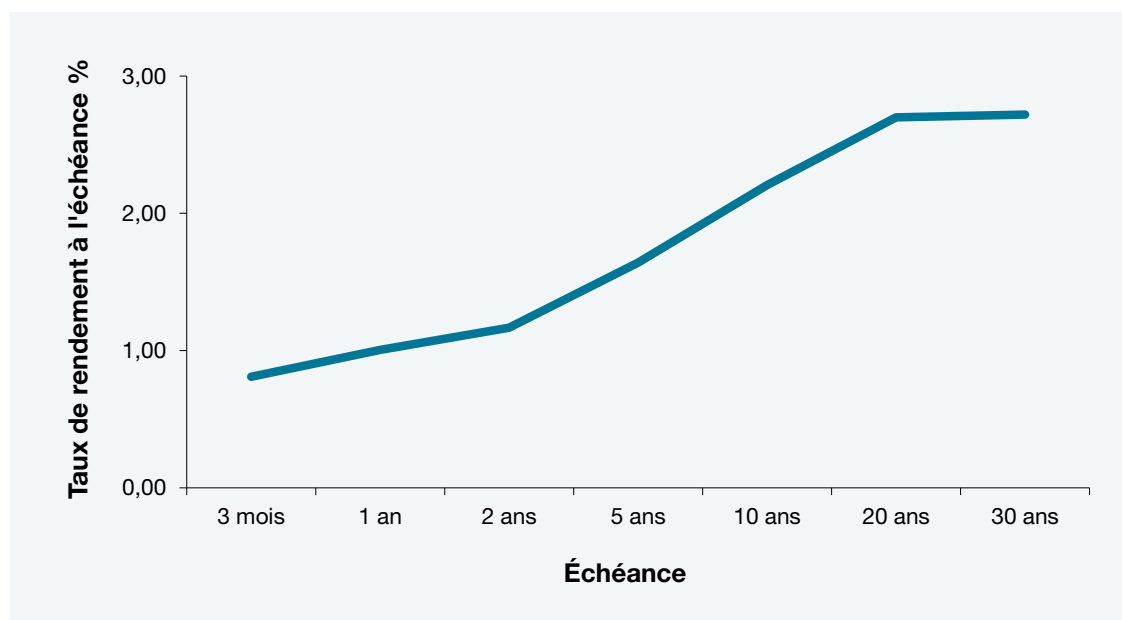
b. Duration d'une obligation et possibilité de profit ou de perte

La duration est une mesure de l'échéance moyenne du versement des intérêts et du remboursement du capital d'une obligation. La duration d'une obligation est toujours plus courte que son échéance, car les flux de trésorerie générés par une obligation (les paiements des coupons) sont en grande partie générés avant son échéance. Par exemple, une obligation à 10 ans aura probablement une duration de 8 à 9 ans. Plus la duration d'une obligation est longue, plus cette obligation peut générer de profit ou de perte selon les fluctuations du rendement à l'échéance: comme un titre à longue échéance représente un plus grand engagement de la part de l'investisseur, les obligations ayant une longue duration sont beaucoup plus volatiles que celles à duration courte.

c. Courbe des rendements

La courbe des rendements (ou des taux) est un graphique qui décrit les rendements des obligations de différentes échéances d'un même émetteur. Lorsque les experts parlent de la « courbe des rendements », ils parlent généralement des taux de rendement à l'échéance des obligations d'État de première qualité. La plupart du temps, les rendements s'accroissent avec l'échéance. Plus la duration est longue, plus l'obligation est risquée, ce qui doit se traduire par un rendement plus élevé. Mais, dans quelques rares cas, la courbe des rendements s'aplatit ou même s'inverse, ce qui signifie que les titres à longue duration génèrent des rendements plus faibles.

Graphique 2 : Courbe des rendements « normale »




Source : PWL Capital

d. Notation des obligations

Lorsque les négociateurs d'obligations décident du montant qu'ils sont prêts à payer pour une obligation, ils regardent les rendements d'autres obligations d'échéance et de qualité similaires. Si les investisseurs en obligations font généralement leur propre évaluation de la solvabilité d'une émission donnée, ils vont également s'intéresser à la note (ou cote) de cette émission, c'est-à-dire un code exprimé en lettres attribué par une agence de notation. Les notes des agences sont illustrées dans le tableau 2.

Tableau 2 : Notation du crédit



	Qualité investissement				Catégorie spéculative			En difficulté		En défaut
S&P	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	C	D
Moody's	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa	Ca	C	-

Source : Standard and Poor's, Moody's

Si les investisseurs professionnels font très attention aux notes des obligations de sociétés, ils savent aussi que ces notes s'adaptent plutôt lentement aux changements de situation d'un émetteur. Les agences de notation hésitent à modifier leurs notes trop rapidement, car ces notes doivent être suffisamment stables pour être crédibles. Les professionnels se servent des cours des actions des émetteurs d'obligations comme d'un indice avancé en temps réel de la santé financière de ces émetteurs. Une action qui chute signale parfois (pas toujours) que la solvabilité d'un émetteur est en train de se dégrader.

e. Sources de rendement réalisé d'une obligation

Le rendement d'une obligation provient des coupons et des gains (ou pertes) en capital. Par exemple, une obligation avec un coupon de 3 % qui est achetée au pair au début de l'année et qui s'apprécie à 105 \$ à la fin de l'année aura produit un rendement de $(105-100+3)/100 = 8 \%$.

Dans cette section, nous avons discuté de la manière dont le rendement d'une obligation est généré. En plus des revenus courants, la plus-value ou la moins-value du capital jouera un rôle clé dans le rendement réalisé d'une obligation. Ces gains ou pertes de valeur d'une obligation découlent des variations du rendement à l'échéance. Plus la durée d'une obligation est longue, plus le profit ou la perte engendré par une même variation du rendement à l'échéance sera élevé.

Dans la prochaine section, nous discuterons du risque associé à un placement dans des obligations, ainsi que des primes de risque connexes.

3. Les risques associés aux obligations

Les obligations sont généralement moins risquées que les actions, mais elles comportent des risques qui leur sont propres. Penchons-nous sur ces risques et sur les primes de risque connexes.

a. Risque de taux d'intérêt/prime liée à l'échéance

Comme nous l'avons expliqué dans la section précédente, plus la durée d'une obligation est longue, plus l'obligation est sensible aux variations des rendements. En d'autres termes, les obligations à long terme sont plus risquées.

Il y a peu de certitudes en finance. L'une d'elles est que les obligations à long terme offrent la plupart du temps un taux de rendement à l'échéance plus élevé que les obligations à court terme. Au cours des trente dernières années, les obligations à 10 ans du gouvernement fédéral ont affiché des taux supérieurs aux obligations à deux ans, 92 fois sur 100. Les premières sont quatre fois plus volatiles que les secondes, et on s'attend à ce qu'elles offrent un taux de rendement à l'échéance plus élevé.

On appelle cette différence positive de rendement entre les obligations à long terme et à court terme la prime liée à l'échéance.

b. Prime pour le risque de crédit

Les obligations de sociétés, les obligations provinciales et les obligations municipales ont un risque de défaut plus élevé que les obligations du gouvernement fédéral (qu'on considère souvent comme sans risque). Même si ces instruments de crédit se retrouvent rarement en situation de défaut (sauf pour les titres de qualité spéculative), ils offrent un taux de rendement à l'échéance plus élevé. On appelle cette différence de rendement la prime pour le risque de crédit ou l'écart de crédit.

c. Risque de liquidité

Le risque de liquidité s'applique principalement aux obligations de sociétés et aux autres instruments de crédit susmentionnés. Les obligations de sociétés sont beaucoup moins liquides que les titres du gouvernement fédéral. Ces derniers sont peu nombreux et bien structurés, alors que le marché des obligations de sociétés est très fragmenté et les émissions sont multiples. Ce risque de liquidité, en plus du risque de défaut, explique en grande partie la prime pour le risque de crédit.

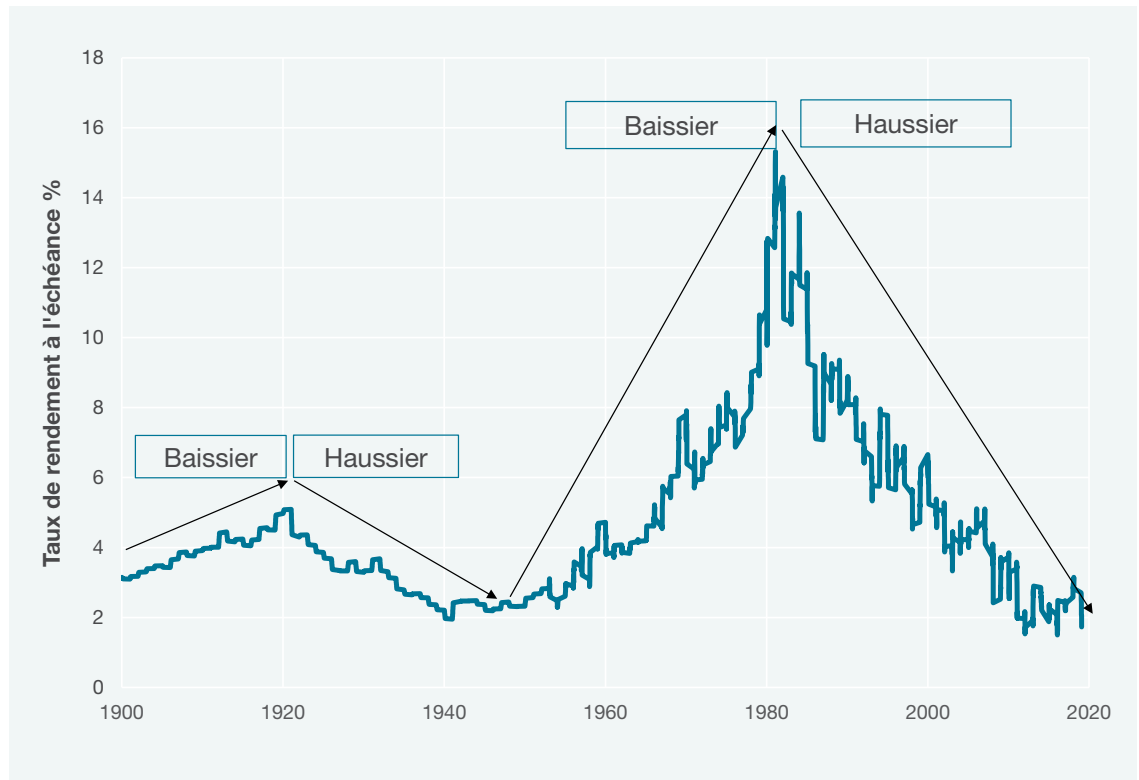
d. Risque de non-concordance actif-passif

On dit souvent que les obligations sont une catégorie d'actifs qui permet de gérer les risques. Les institutions financières connaissent très bien la stratégie d'appariement des échéances entre les obligations qu'elles détiennent et leurs engagements financiers. Dans certains cas, les particuliers peuvent faire la même chose pour atteindre un objectif précis, comme l'achat d'une résidence secondaire, le paiement des droits de scolarité à l'université ou la planification de la retraite. Par contre, si les échéances des actifs sont très différentes du calendrier prévu pour l'utilisation des fonds, on peut se trouver face à un déséquilibre. Ainsi, si quelqu'un qui épargne et investit pour acheter une maison de campagne dans trois ans place son argent dans des obligations à 10 ans, une perte en capital importante pourrait reporter le projet ou le rendre impossible. Mais si notre investisseur investit dans des obligations à 3 ans achetées au pair, il sait qu'il recevra son capital en temps utile sans gain ni perte.

e. Le cycle du marché des obligations

Un autre risque dont on parle peu est le cycle des titres à revenu fixe. Si pour les marchés boursiers, un cycle entier ne dure souvent pas plus de 10 ans entre le début du marché baissier et la fin du marché haussier suivant, pour les obligations, ce cycle est beaucoup plus long : il n'y a eu que deux cycles complets depuis un siècle. Nous sommes actuellement dans la phase haussière du cycle de l'après-guerre : après 36 ans de sous-performance entre 1946 et 1982, les taux obligataires ont surtout baissé depuis 1982, ce qui s'est traduit par une surperformance des obligations à long terme. Gardez à l'esprit qu'un recul des taux fait monter les prix des obligations. Par conséquent, les obligations ont, la plupart du temps, pris de la valeur depuis 1982. Si nous ne pouvons pas prévoir quand l'environnement positif actuel pour les obligations finira, 37 années de rendements anormalement élevés pourraient avoir créé un faux sentiment de sécurité envers les émissions à long terme. Les gestionnaires de portefeuille doivent tenir compte de ce risque.

Graphique 3 : Cycle du rendement des obligations du Trésor américain, 1900-2019¹



Source : Université Yale

¹ Source des dates des marchés baissiers et haussiers : Homer, S., Sylla, R., *A History of Interest Rates*, Wiley, 2005

4. La fiscalité des titres à revenu fixe

Les revenus tirés des obligations sont principalement les intérêts et les gains en capital. Voyons comment ces deux revenus sont imposés.

a. Intérêts

Les coupons des obligations sont imposés aux taux d'imposition des revenus habituels sur leur plein montant.

b. Gains/pertes en capital

Au Canada, les gains en capital des obligations sont imposés au taux d'imposition des gains en capital, avec le facteur d'inclusion de 50 %. Les gains en capital peuvent provenir de deux sources. Première source : un recul du rendement à l'échéance donne lieu à une hausse du prix. Deuxième source : une obligation achetée à escompte va converger vers sa valeur au pair au fil du temps, le remboursement final du capital étant de 100 \$. Inversement, une perte en capital peut survenir après une hausse des rendements ou si l'obligation a été achetée à prime.

c. Rendement à l'échéance après impôt

Lorsqu'une obligation est achetée à escompte, il y aura un gain en capital imposable si elle est détenue jusqu'à son échéance, même si les rendements obligataires ne diminuent pas. À l'inverse, lorsqu'une obligation a été achetée à prime, il y aura une perte fiscale à l'échéance, perte qui pourra venir en déduction de gains en capital actuels ou futurs sur d'autres placements du portefeuille.

Le rendement à l'échéance après impôt d'une obligation se calcule en deux étapes : d'abord, le coût fiscal attendu sera soustrait des flux de trésorerie de l'obligation (versement des coupons et remboursement du capital après impôt), puis un calcul de rendement à l'échéance sera appliqué aux flux de trésorerie après impôt.

Bien entendu, le rendement après impôt dépend aussi du taux d'imposition marginal de l'investisseur. Pour un investisseur avec un taux d'imposition très bas, le rendement après impôt ne sera pas très inférieur au rendement à l'échéance. À l'inverse, un investisseur avec un taux d'imposition élevé recevra un rendement après impôt bien inférieur au rendement à l'échéance. Le tableau 3 donne un exemple simple du calcul des rendements pour une obligation à escompte ayant une échéance d'un an. À 1,87 %, le rendement après impôt représente un petit peu plus que la moitié du rendement à l'échéance avant impôt de 3,03 %.

Tableau 3 : Taux de rendement à l'échéance après impôt d'une obligation à un an avec un coupon à 2 % achetée à un prix de 99 \$, pour un taux d'imposition marginal de 46 %

Coupon après impôt : $2 \% \times 100 \$ \times (100 \% - 46 \%) = 1,08 \$$

Gain en capital après impôt : $(100 \$ - 99 \$) \times (100 \% - (46 \% / 2)) = 0,77 \$$

Capital investi : 99 \$

Rendement après impôt : $1,08 \$ + 0,77 \$ / 99 \$ = 1,87 \%$

5. La gestion des portefeuilles d'obligations

a. Stratégies actives

La gestion active d'un portefeuille d'actions exige du gestionnaire qu'il anticipe l'évolution du marché. C'est la même chose avec les portefeuilles d'obligations gérés activement. La gestion active des obligations repose également sur l'hypothèse que les marchés sont inefficients, une manière délicate de dire que les prix des obligations sont erronés. Battre le marché grâce à des stratégies actives implique que les taux d'intérêt et l'évolution de la solvabilité des émetteurs d'obligations sont prévisibles.

i. Stratégie axée sur la duration

Comme nous l'avons indiqué à la section 2, la duration d'une obligation mesure le temps qu'il faudra, en moyenne, pour que vous puissiez récupérer l'argent qui vous est dû. Plus il faut de temps, plus le prix de l'obligation est volatil. N'oubliez pas que si vous achetez une obligation à 30 ans, vous bloquez votre argent pendant ce temps-là. Vous pouvez vendre l'obligation avant son échéance, mais vous devrez accepter ce que le marché sera prêt à offrir à ce moment-là.

En général, les gestionnaires d'obligations travaillent avec une duration cible, souvent la duration de l'indice du marché. Au Canada, l'indice obligataire de référence le plus utilisé est l'indice obligataire universel FTSE Canada, dont la duration moyenne est de huit ans. La stratégie axée sur la duration s'appuie sur une prévision de l'orientation générale des taux obligataires. Si une gestionnaire s'attend à ce que les taux baissent, elle accroîtra la duration du portefeuille au-delà de la duration cible afin de bénéficier de l'appréciation supplémentaire du capital. À l'inverse, si elle anticipe une hausse des taux obligataires, elle fixera la duration du portefeuille en-deçà de la cible pour réduire les pertes en capital. Dans un cas comme dans l'autre, si la prévision s'avère juste, le portefeuille devrait faire mieux que l'indice.

ii. Stratégie axée sur la courbe des rendements

Il y a plusieurs façons d'atteindre la duration cible d'un portefeuille. Si quelqu'un cherche à investir avec une duration de huit ans, cette duration peut être atteinte par l'achat d'un grand nombre de titres ayant une duration proche de la cible (stratégie de type « bullet »). On peut aussi investir dans une combinaison d'obligations à très courte duration et d'obligations à très longue duration (stratégie de type « barbell »). Il y a une infinité de combinaisons possibles. Toute stratégie axée sur la courbe des rendements nécessite de prévoir quelles échéances généreront le meilleur rendement dans l'avenir, puis de positionner le portefeuille afin de tirer parti de cette prévision.

iii. Stratégie axée sur les écarts de crédit

Les écarts de crédit tendent à s'élargir avec les titres qui ont un risque de défaut plus élevé. Les obligations émises par une société dont la situation financière s'améliore (hausse des résultats, nouveau contrat important, chute d'un concurrent majeur) verront leurs écarts de crédit se rétrécir. Le rétrécissement des écarts de crédit fera augmenter le prix des obligations : les obligations de cet émetteur vont faire mieux que le marché. Les stratégies axées sur les écarts de crédit reviennent à choisir les obligations des émetteurs qui ont les meilleures perspectives financières.

iv. Gestion active des placements en obligations : les faits

Nombreux sont ceux qui croient que, si le marché des actions est imprévisible, le marché des obligations est différent et que, par conséquent, la gestion active est efficace pour les obligations. Un article publié par Standard and Poor's en 2019² tend toutefois à prouver le contraire : ses auteurs ont analysé les fonds d'obligations à gestion active offerts aux régimes de retraite et à d'autres clients institutionnels aux États-Unis pendant la période de dix ans terminée le 31 décembre 2018. Avant les frais, la majorité des fonds gérés activement n'ont pas fait mieux que leur indice de référence (neuf catégories sur dix-sept). Après les frais, les fonds gérés activement ont fait moins bien que le marché dans dix catégories sur quinze. Il apparaît donc, globalement, que choisir des fonds de titres à revenu fixe gérés activement plutôt que passivement réduira probablement les rendements réalisés.

² Liu, B., Preston, H., SPIVA® *Institutional Scorecard : How Much Do Fees Affect the Active versus Passive Debate?*, Standard and Poor's, 2019

b. Stratégies passives

Contrairement à la gestion active, la gestion passive des obligations repose sur l'hypothèse que le prix des titres est généralement juste et elle met par conséquent l'accent sur la duplication de la structure du marché et le contrôle des coûts.

i. Indices obligataires

Les indices obligataires les plus populaires sont construits sur les mêmes principes que les indices d'actions : toutes les émissions obligataires cotées sur un marché public qui ont une taille minimale sont incluses dans l'indice et sont pondérées selon la valeur de marché de leur encours en libre circulation. L'indice obligataire canadien le plus connu est l'indice obligataire universel FTSE Canada.

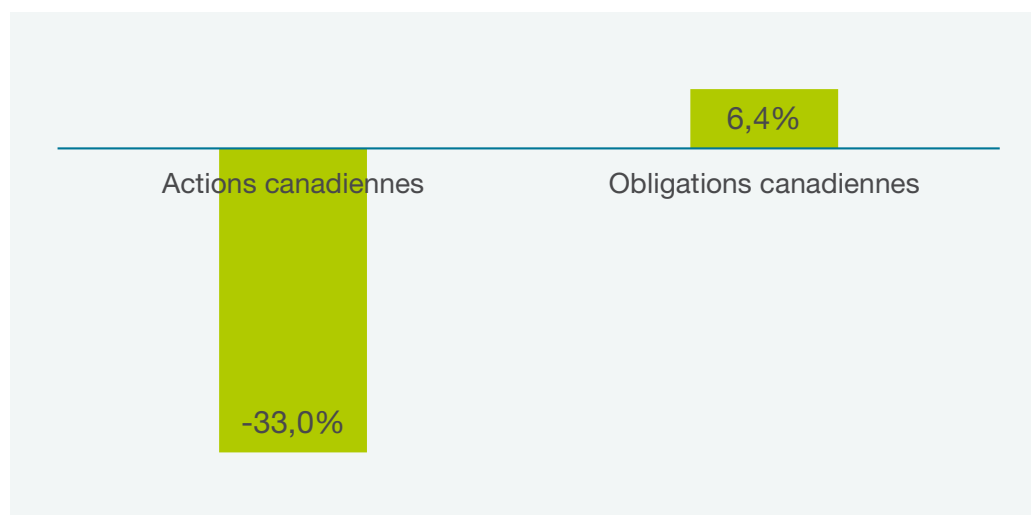
Les indices obligataires peuvent être divisés en sous-indices qui ciblent une caractéristique précise. Par exemple, l'indice susmentionné peut être décomposé en sous-indices de court terme (échéances de un à cinq ans), de moyen terme (de cinq à dix ans) et de long terme (plus de dix ans). L'indice peut aussi être divisé par type d'émetteurs : gouvernement fédéral, gouvernements provinciaux et sociétés. Enfin, l'indice peut être divisé selon différentes combinaisons d'échéances et de types d'émetteurs. Par exemple, un indice d'obligations de sociétés à court terme inclurait toutes les obligations de sociétés liquides ayant des échéances comprises entre un et cinq ans.

ii. La logique de l'investissement passif en obligations

Investir passivement dans des obligations n'est pas différent d'investir passivement dans des actions : dans les deux cas, on s'appuie sur l'hypothèse bien documentée qu'à n'importe quel moment, le marché met le bon prix sur un titre et, par conséquent, la grande majorité des gestionnaires actifs ne parviennent pas systématiquement à anticiper le marché. La meilleure façon de gérer un portefeuille est donc d'obtenir le taux de rendement réalisé du marché.

Selon certains gestionnaires actifs, les portefeuilles d'obligations gérés passivement sont dangereux, car les plus grands emprunteurs sont aussi les plus endettés et pèsent donc lourdement sur les indices obligataires. À notre connaissance, cette affirmation n'est pas vérifiée. Par exemple, en 2008, l'indice obligataire universel FTSE Canada a bien fait, avec un rendement de 6,4 %, alors que les tensions sur le crédit étaient à un sommet depuis l'après-guerre.

Graphique 4 : Rendements réalisés des indices des actions et des obligations canadiens en 2008³



Source : Morningstar

iii. Quelle est la performance des FNB d'obligations canadiennes gérés passivement jusqu'à maintenant?

Un autre argument courant contre les fonds gérés passivement est qu'étant donné qu'ils reproduisent pratiquement le taux de rendement réalisé par le marché (moins les frais), ils offrent une performance médiocre. Pour vérifier cette affirmation, nous avons analysé les rendements du plus vieux FNB d'obligations canadiennes en activité, le iShares Core Canadian Universe Bond Index ETF (symbole : XBB). Voilà ce qu'on constate : lorsqu'on le compare à des fonds de la même catégorie (les autres fonds d'obligations canadiennes), ce FNB se place dans le premier quartile sur un, trois, cinq, dix et quinze ans. Plus précisément, sur quinze ans, ce FNB a fait mieux que 87 % de l'univers des fonds⁴. Comme XBB a servi de modèle à d'autres FNB d'obligations qui connaissent un grand succès, nous concluons que l'argument de la sous-performance des FNB d'obligations à gestion passive est un mythe.

³ Les actions canadiennes sont mesurées par l'indice composé S&P/TSX et les obligations canadiennes sont mesurées par l'indice obligataire universel FTSE Canada.

⁴ Sources : Morningstar et Fundata. Données au 31 août 2019.

c. Conclusion

Nous avons lu un nombre incalculable de fois que la gestion active ne fonctionne pas pour les actions, mais qu'elle est efficace pour les obligations. Selon notre expérience, rien ne le prouve. Il est vrai que la performance de la gestion active n'est pas aussi mauvaise pour les fonds d'obligations que pour les fonds d'actions, mais les fonds de titres à revenu fixe gérés activement ont tendance à faire moins bien que le marché au fil du temps. À l'inverse, les FNB d'obligations gérés passivement donnent une extrême diversification, à faible coût, ce dans un marché très fragmenté. Les obligations ne sont pas plus prévisibles que les actions. Les chiffres montrent que la performance des FNB d'obligations gérés passivement à faible coût est très difficile à battre.

6. Les véhicules de placement à revenu fixe

a. Obligations individuelles

Les obligations individuelles sont d'excellents placements. Toutefois, en raison de la fragmentation du marché, elles coûtent très cher à l'acquisition. Dans l'environnement actuel des faibles taux d'intérêt, le coût des transactions nécessaires à l'élaboration d'un portefeuille diversifié d'obligations individuelles va probablement effacer une grande partie des rendements.

L'autre faiblesse des obligations individuelles est le risque de défaut. À part les obligations du gouvernement fédéral – qui paient les rendements à l'échéance les plus faibles – la plupart des obligations comportent un risque de défaut. Ce risque a une faible probabilité de se matérialiser, mais si c'est le cas, la conséquence est lourde : la plupart des obligations valent 40 sous et moins pour un dollar après un défaut.

Quelques obligations individuelles n'offrent pas le coussin nécessaire pour se protéger contre le risque de défaut. Seul un ensemble largement diversifié d'émetteurs peut diluer l'incidence qu'un défaut aurait sur un portefeuille. En raison de la diversification qu'ils offrent, nous croyons que les FNB et les fonds communs d'obligations sont, la plupart du temps, un meilleur investissement que les obligations individuelles.

b. FNB d'obligations gérés passivement

Contrairement aux obligations individuelles, les FNB d'obligations sont avantageux pour les investisseurs en raison de leur grande diversification à faible coût. Si les commissions payées pour les opérations sur obligations sont chères pour les particuliers, les institutions (surtout les grandes) ont l'avantage d'avoir un énorme pouvoir de négociation. Par conséquent, les FNB d'obligations peuvent offrir aux investisseurs une diversification extrême à un coût extrêmement faible.

c. Fonds communs de placement gérés passivement

Le principal avantage des fonds communs de placement d'obligations est qu'ils permettent aux investisseurs de faire des contributions (pour les épargnants) ou des retraits (pour les retraités) systématiques. Par contre, les fonds communs de placement facturent des frais plus élevés que les FNB gérés passivement. Par exemple, le Fonds indiciel d'obligations canadiennes TD – série E (l'un des fonds d'obligations à gestion passive au plus faible coût au Canada) a un ratio des frais de gestion (RFG) de 0,50 %, comparativement à 0,09 % pour le FINB BMO obligations totales, le plus grand FNB au Canada et l'un des moins chers.

L'autre avantage des fonds communs de placement par rapport aux FNB est leur facilité d'acquisition : il vous suffit de demander à votre conseiller d'acheter des parts d'un fonds commun de placement et vous paierez exactement le même prix que les autres investisseurs ce jour-là, soit la valeur liquidative des parts à la clôture. À l'inverse, l'achat de parts d'un FNB nécessite l'exécution d'une opération en Bourse, ce qui est plus compliqué.

En gros, les fonds communs de placement à gestion passive offrent l'avantage de la discipline pour les épargnants et l'avantage de la simplicité pour les retraités. Pour ceux qui investissent de petits montants, l'avantage lié à la simplicité des fonds communs de placement dépassera sans doute l'avantage des coûts des FNB. Par exemple, une économie de 0,41 % sur un investissement de 10 000 \$ ne représente que 41 \$ par année, ce qui vaut probablement les avantages de garder le cap sur vos plans d'épargne. Lorsque le portefeuille devient beaucoup plus gros, l'avantage lié aux coûts des FNB devient plus important.

d. CPG

Les CPG présentent des avantages et des inconvénients. Premièrement, si vous n'avez qu'un petit montant à investir (disons 5 000 \$), votre institution ne vous offrira sans doute pas son meilleur taux d'intérêt. Par contre, si vous pouvez bénéficier des meilleurs taux des CPG sur le marché, vous obtiendrez vraisemblablement des rendements équivalents à ceux des obligations de sociétés, avec une qualité similaire aux obligations du gouvernement fédéral, car les CPG sont assurés par la Société d'assurance-dépôts du Canada (SADC). Veuillez noter que seuls les CPG libellés en dollars canadiens ayant des échéances à l'origine de cinq ans et moins sont assurés. L'assurance ne couvre qu'un maximum de 100 000 \$ par institution financière et par type de compte. Pour obtenir plus d'information, consultez <https://www.sadc.ca/votre-protection/quels-depots-sont-proteges/>.

Autre inconvénient de taille qu'il ne faut pas oublier : les CPG ne sont pas liquides et votre capital est bloqué jusqu'à l'échéance dans la plupart des cas.

7. Le rôle stratégique des titres à revenu fixe dans un portefeuille diversifié

Les rendements à l'échéance des obligations sont à des niveaux extrêmement bas depuis plus de dix ans. Au moment d'écrire ces lignes, les obligations à 10 ans du gouvernement fédéral offrent un rendement de moins de 1,5 %. Dans la plupart des pays européens, les rendements obligataires sont négatifs. Pourquoi les investisseurs achètent-ils toujours des obligations? La réponse est simple : en périodes de tension intense sur les marchés, les titres à revenu fixe de première qualité gardent leur valeur.

Les investisseurs peuvent réduire la volatilité de leur portefeuille en accroissant le nombre d'actions qu'ils détiennent, du fait de la corrélation imparfaite entre les titres. Par exemple, en août 2019, la volatilité moyenne sur 250 jours de l'indice composé S&P/TSX était de 10 %, comparativement à une moyenne de 31 % pour les titres qui le composent. Cependant, pendant des périodes de fortes tensions sur le marché boursier, les obligations constituent un outil indispensable pour la gestion des risques. Comme on ne peut pas prévoir quand de telles périodes de tensions vont se produire, la plupart des investisseurs détiennent des obligations en tout temps.

Autre fait important : comme les obligations de première qualité servent de refuge en période de fortes tensions, les obligations ont tendance à prendre de la valeur lorsque les investisseurs en ont le plus besoin, c'est-à-dire lorsque les actions s'effondrent. Résultat : les investisseurs continuent de conserver des obligations malgré les faibles rendements, car elles servent de plancher pour la valeur de leur portefeuille lorsque les actions plongent. Le tableau 4 présente les rendements des obligations durant les neuf marchés baissiers des actions canadiennes depuis 1956. Les obligations ont enregistré des rendements positifs sept fois sur neuf.

Tableau 4 : Performance des obligations canadiennes durant les marchés baissiers des actions au Canada entre 1956 et 2019

Début du marché baissier	Fin du marché baissier	Actions canadiennes	Obligations canadiennes
1957-05-31	1957-12-31	-26,9 %	6,9%
1969-05-31	1970-06-30	-25,4 %	2,1%
1973-10-31	1974-09-30	-35,0 %	-9,8%
1981-06-30	1982-06-30	-39,2 %	11,3%
1987-07-31	1987-11-30	-25,4 %	2,1%
1989-12-31	1990-10-31	-20,1 %	2,5%
1998-04-30	1998-08-31	-27,5%	-0,1%
2000-08-31	2002-09-30	-43,2%	18,5%
2008-05-31	2009-02-28	-43,3%	3,8%

Source : Morningstar

L'auteur



Raymond Kerzérho MBA, CFA
Directeur, recherche

PWL Capital Inc.

www.pwlcapital.com/fr/author/raymond-kerzerho

raymondk@pwlcapital.com

CONTACTEZ RAYMOND

PWL



www.pwlcapital.com/fr

PWL Montreal

3400 de Maisonneuve O.
bureau 1501
Montréal, Québec
H3Z 3B8

T 514.875.7566
1-800.875.7566
F 514.875.9611
montreal@pwlcapital.com
www.pwlcapital.com/fr/montreal

PWL Ottawa

265, avenue Carling
8^e étage
Ottawa, Ontario
K1S 2E1

T 613.237.5544
1-800.230.5544
F 613.237.5949
ottawa@pwlcapital.com
www.pwlcapital.com/fr/ottawa

PWL Toronto

8, rue Wellington Est
3^e étage
Toronto, Ontario
M5E 1C5

T 416.203.0067
1-866.242.0203
F 416.203.0544
toronto@pwlcapital.com
www.pwlcapital.com/fr/toronto

PWL Waterloo

20, rue Erb O.
Byreau 506
Waterloo, Ontario
N2L 1T2

T 519.880.0888
1-877.517.0888
F 519.880.9997
waterloo@pwlcapital.com
www.pwlcapital.com/fr/waterloo

Les services de gestion de portefeuille et de courtage sont offerts par **PWL Capital inc.** qui relève de l'*Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières du Canada* (OCRCVM) et est membre du *Fonds canadien de protection des épargnants* (FCPE).

La planification financière et les produits d'assurance sont offerts par **PWL Conseil inc.** qui est réglementé en Ontario par la *Commission des services financiers de l'Ontario* (CSFO) et au Québec par l'*Autorité des marchés financiers* (AMF). **PWL Conseil inc.** n'est pas membre du FCPE.

FCPE
Fonds canadien de protection des épargnants
M E M B R E



Réglementée par
Organisme canadien de réglementation
du commerce des valeurs mobilières



GLOBAL ASSOCIATION of
INDEPENDENT ADVISORS™