

Données sur le marché canadien | 15 Novembre 2023

Ramener le revenu dans les titres à revenu fixe; tactiquement positif pour les titres à revenu fixe

Synthèse

- **Nous pensons que le régime des faibles taux d'intérêt est maintenant terminé et qu'une nouvelle ère de normalisation des taux d'intérêt est arrivée, ce qui donne aux investisseurs l'occasion de revoir leur répartition des titres à revenu fixe.** Aujourd'hui, les obligations offrent des coupons plus élevés que par le passé et elles sont peu coûteuses par rapport aux actions américaines. Bien qu'elles offrent un potentiel de couverture de portefeuille contre le ralentissement de la croissance, la corrélation entre les actions et les obligations s'est avérée positive, ce qui, d'un point de vue historique, a persisté dans un contexte inflationniste.
- **Du point de vue de la répartition tactique de l'actif, Morgan Stanley Gestion de Patrimoine surpondère les titres à revenu fixe par rapport à l'indice de référence.** Nos perspectives positives pour les titres à revenu fixe sont fondées sur un régime « plus élevé à plus long terme » qui crée des occasions d'obtenir de meilleurs rendements ajustés au risque dans les coupons courants, avec la possibilité de gains en capital si les taux diminuent en 2024, comme cela est prévu.
- Dans cet article, nous donnons un aperçu des placements en titres à revenu fixe, tout en mettant en évidence un ensemble intéressant d'obligations à l'approche de la fin des hausses de taux d'intérêt. Enfin, nous discutons de deux stratégies de mise en œuvre de notre vision positive des titres à revenu fixe : la stratégie d'achats périodiques par sommes fixes et la stratégie de l'échelonnement des échéances.

Stu Morrow, CFA

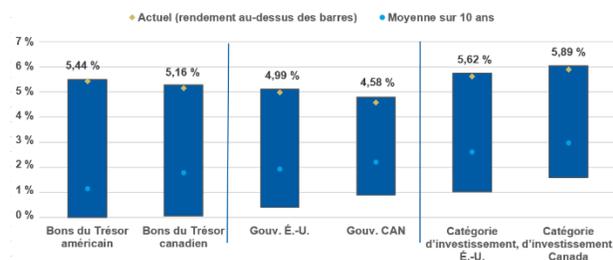
Directeur général, stratège en chef des placements
Morgan Stanley Gestion de Patrimoine Canada
stu.morrow@morganstanley.com
+1 416 943-8530

Première section : le rôle essentiel des titres à revenu fixe dans un portefeuille

Bien que les placements en titres à revenu fixe comportent un large éventail de qualité et de risques, ils jouent habituellement trois rôles dans un portefeuille :

Premièrement, comme le nom l'indique, les titres à revenu fixe peuvent fournir une source stable de revenu à court et à long terme au moyen de versements de coupons réguliers et habituellement prédéterminés. Contrairement aux actions, les placements en titres à revenu fixe offrent des flux de revenus plus explicites et prévisibles. Historiquement, les coupons ont constitué la majeure partie du rendement total des obligations. Aujourd'hui, les investisseurs obligataires peuvent s'attendre à recevoir un revenu de coupon plus élevé que par le passé récent. Le graphique 1 indique que les rendements actuels des obligations du gouvernement américain, du gouvernement canadien et de sociétés ont atteint ou presque atteint leur plus haut niveau en 10 ans.

Graphique 1. Rendement des obligations actuel et historique (2013-2023), gouvernement américain, gouvernement canadien et sociétés

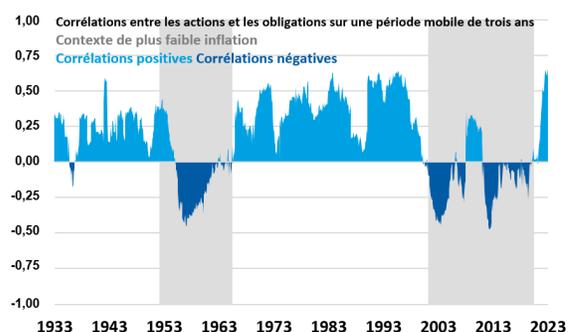


Source et notes : Bloomberg, en date du 24 octobre 2023, toutes les données indicelles étant affichées en devise locale à l'aide des données quotidiennes d'octobre 2013 à octobre 2023, le cas échéant. Indices représentatifs : « Bons du Trésor américains » (Bloomberg US Treasury Bills 1-3 Months 1-3 Months TR Index), « Bons du Trésor canadiens » (Bloomberg Canada Treasury Bills), « Bons du Trésor du gouvernement américain » (Bloomberg US Treasury Total Return Unhedged USD), « Bons du Trésor du gouvernement canadien » (Bloomberg Canada Aggregate – Government Total Return Index Unhedged CAD), « catégorie d'investissement américain » (catégorie d'investissement américain, indice Bloomberg US Aggregate), catégorie d'investissement canadien (catégorie d'investissement canadien, indice Bloomberg Canada Aggregate Corporate Total Return Index Value Unhedged CAD). Vous ne pouvez pas investir directement dans un indice; toutes les données de rendement s'entendent avant commissions, impôts et frais de transaction. Le rendement passé n'est pas une garantie de résultats futurs.

Deuxièmement, les titres à revenu fixe peuvent également fournir un degré relativement plus élevé de préservation du capital que les actions. Les placements en titres à revenu fixe, comme les obligations émises ou garanties par des gouvernements stables ou par des sociétés ayant de bons bilans ou des garanties précises qui soutiennent les obligations, ont toujours produit un excellent bilan en matière de protection du capital. Cette préservation du capital caractéristique des obligations de grande qualité peut servir à atténuer la volatilité totale du portefeuille lorsqu'elle est combinée à des actions. Dans certains cas, la faible volatilité totale du portefeuille peut permettre aux investisseurs de conserver leurs placements pendant les dégagements sur les marchés boursiers.

Troisièmement, les titres à revenu fixe peuvent procurer des avantages en termes de diversification du portefeuille par rapport aux actions. Une mise en garde est que les avantages de la diversification, définis par la corrélation entre les obligations et les actions, peuvent évoluer au fil du temps. Les investisseurs profitent de la diversification du portefeuille lorsque la corrélation entre deux actifs ou plus est faible ou négative, de sorte que lorsqu'un actif perd de la valeur, l'autre tend à augmenter la sienne. Lorsque les corrélations sont positives, ou près de 1,00, il n'y a que peu ou pas d'avantages sur le plan de la diversification. Comme le montre le graphique 2, les corrélations sur une période mobile de trois ans entre les obligations et les actions ont évolué au fil du temps. Plus important encore, les avantages des obligations sur le plan de la diversification se sont produits dans un contexte de faible inflation, tandis que dans un contexte normal ou de forte inflation, les titres à revenu fixe ont constitué une diversification moins efficace pour les actions.

Graphique 2. Corrélations entre les actions et les obligations sur une période mobile de trois ans



Source : Comité mondial de placement de Morgan Stanley Gestion de Patrimoine et Analyses de portefeuille, calculé à partir des données fournies par Bloomberg, FactSet et Morningstar en date du 30 septembre 2023

DONNÉES SUR LE MARCHÉ CANADIEN

Même si les corrélations entre les actions et les obligations américaines sont relativement élevées aujourd'hui, nous nous attendons à ce que cette corrélation diminue quelque peu en cas de récession des bénéficiaires. En plus des tendances de corrélation à long terme, il est important de souligner le rendement des obligations de qualité supérieure pendant des périodes précises de dégagements sur les marchés boursiers. Dans le tableau suivant, nous soulignons le rendement des obligations américaines, des actions américaines et d'un portefeuille composé à 60 % d'actions américaines et à 40 % d'obligations américaines (portefeuille 60/40) pour quelques dégagements d'actions à court terme, et deux événements plus récents.

Tableau 1. Réaction historique des cours des obligations américaines aux dégagements d'actions américain

Événement	Date	Obligations américaines	Actions américaines	Portefeuille 60/40
Choc pétrolier/récession	Janv. 1973 à oct. 1974	-8,2 %	-46,2 %	-31,0 %
Récession à double creux	Nov. 1980 à août 1982	21,6 %	-27,1 %	-7,6 %
Krach boursier de 1987	Août 1987 à déc. 1987	2,2 %	-30,2 %	-17,2 %
Bulle Internet	Mars 2000 à sept. 2001	20,5 %	-31,7 %	-10,8 %
Crise financière mondiale	Oct. 2007 à nov. 2008	7,3 %	-51,7 %	-28,1 %
Krach éclair	Avr. 2010 à juin 2010	3,0 %	-15,6 %	-8,2 %
Abaissement de la note de la dette américaine	Avr. 2011 à oct. 2011	5,4 %	-18,6 %	-9,0 %
Ralentissement de l'économie chinoise	Mai 2015 à août 2015	0,0 %	-11,9 %	-7,1 %
Flambée des prix du pétrole	Nov. 2015 à févr. 2016	1,9 %	-12,7 %	-6,9 %
Panique taux/inflation aux É.-U.	Janv. 2018 à févr. 2018	-1,0 %	-10,1 %	-6,5 %
Liquidation mondiale	Sept. 2018 à déc. 2018	1,6 %	-19,4 %	-11,0 %
COVID-19	Janv. 2020 à mars 2020	8,8 %	-20,6 %	-8,8 %
Inflation post-COVID	Janv. 2021 à oct. 2022	-17,1 %	-4,6 %	-9,6 %
2 ^e abaissement de la note de la dette américaine	1 août 2023	-0,6 %	-1,6 %	-1,2 %
	Moyenne	3,2 %	-21,6 %	-11,6 %
Nombre d'événements	Obligations > Actions	13		
	Obligations < Actions	1		

Source et notes : Bloomberg. Toutes les données sont exprimées en dollars américains. L'indice représentatif pour les obligations américaines est l'indice Bloomberg US Aggregate. L'indice représentatif pour les actions américaines est l'indice S&P 500. Le portefeuille 60/40 est composé à 60 % d'actions américaines et à 40 % d'obligations américaines pendant la période précisée dans le tableau ci-dessus. Vous ne pouvez pas investir directement dans un indice. Le rendement passé n'est pas une garantie de rendement futur.

Le tableau 1 montre que, historiquement, mise à part la période d'inflation post-COVID lors de laquelle les obligations ont été surclassées nettement par les actions, les obligations américaines reculent moins que les actions en période de dégagements. Et lors de la plupart de ces dégagements passés, le rendement total des obligations était toujours positif en raison du recul du marché boursier.

Rappel important : bien que les corrélations évoluent au fil du temps et que la diversification des actions par rapport aux obligations puisse changer, une fois que les actions se sont vendues, les obligations se maintiennent généralement.

Autrement dit, un portefeuille composé uniquement d'actions américaines au cours de ces événements aurait subi des pertes non réalisées plus élevées que le « portefeuille 60/40 », à l'exception de la période d'inflation post-COVID illustrée au tableau 1. En dehors de cette période, l'ajout d'obligations américaines à un portefeuille d'actions américaines a atténué l'effet du dégagement des actions.

Enfin, le tableau illustrant les dégagements massifs sur les marchés boursiers nous rappelle que, bien que le resserrement des conditions financières ait généralement été accompagné d'un assouplissement des rendements obligataires, ce qui a profité aux détenteurs d'obligations, cet assouplissement des conditions financières n'a pas toujours profité aux actions au cours de la même période.

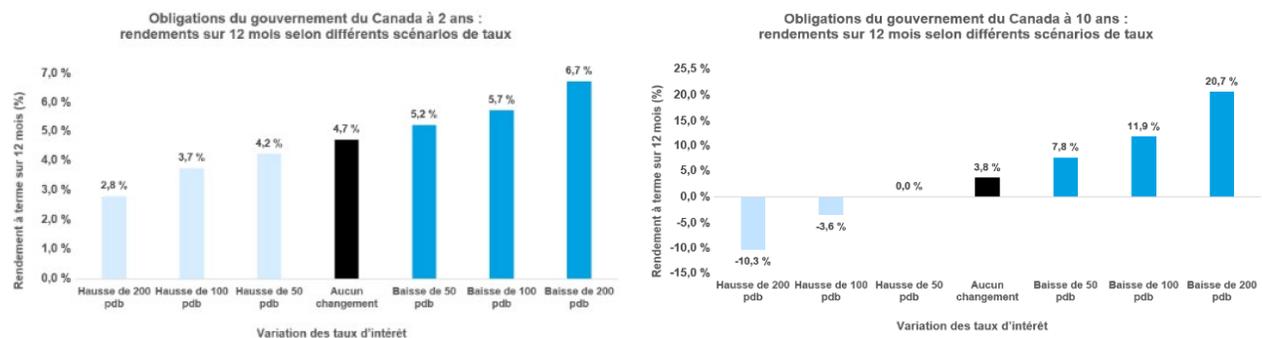
Deuxième section : ramener le revenu dans les titres à revenu fixe : la fin de l'ère des faibles taux d'intérêt

Nous sommes optimistes à l'égard des placements en titres à revenu fixe pour les trois raisons suivantes :

1. Sous le rapport de la valeur absolue, des rendements plus élevés par unité de risque de taux d'intérêt, ou duration, offrent de meilleures marges de sécurité pour la hausse des rendements (voir le graphique 3).
2. Sous le rapport de la valeur relative, les obligations américaines semblent attrayantes par rapport aux actions américaines, une configuration qui a généralement précédé des rendements ajustés au risque relativement plus favorables.
3. Nous nous sommes probablement rapprochés de la fin de ce cycle de hausse des taux plutôt que du début, ce qui est un point positif pour les investisseurs obligataires.

Nous illustrons le concept de marge de sécurité dans un scénario de rendement croissant au moyen de deux obligations différentes dans le graphique 3. Dans le premier graphique, nous calculons les rendements à terme sur 12 mois d'une obligation du gouvernement du Canada à 2 ans en cours, si les taux d'intérêt devaient augmenter ou diminuer de 2,0 %, 1,0 %, 0,5 %, ou ne voir aucun changement au cours de la prochaine année. Le deuxième graphique indique les calculs du rendement à terme sur 12 mois selon les mêmes scénarios de taux, mais pour une obligation du gouvernement du Canada à 10 ans en cours.

Graphique 3. Rendement à terme sur 12 mois des obligations du gouvernement du Canada à 2 ans et à 10 ans selon différents scénarios d'évolution du taux



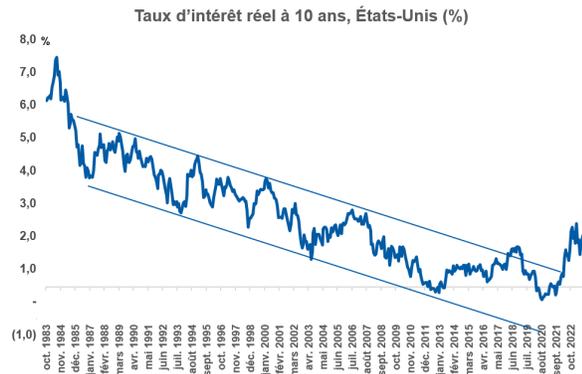
Source : Bloomberg en date du 24 octobre 2023. Toutes les données sont exprimées en dollars canadiens, avant frais de transaction, commissions et impôts. Un point de base équivaut à 1/100^e d'un pour cent.

Selon les scénarios du graphique 3, le rendement sur 12 mois d'une obligation du gouvernement du Canada à 2 ans est positif, même si les taux d'intérêt augmentent de 2 % à partir de maintenant. Par contre, si les taux d'intérêt chutaient de 2 %, le rendement total de cette obligation serait de 6,7 % au cours de la prochaine année. Étant donné que les obligations à plus long terme sont intrinsèquement plus sensibles aux variations des taux d'intérêt, les scénarios de rendement sur 12 mois sont potentiellement plus variables en comparaison avec l'échéance sur 2 ans des divers scénarios de taux. Malgré tout, pour les obligations du gouvernement du Canada à 10 ans, en comparaison avec le scénario à la baisse, le scénario à la hausse est relativement intéressant comparativement à la situation d'il y a quelques années à peine, compte tenu de l'augmentation des taux d'intérêt.

Nous pensons que l'économie mondiale est sortie d'une ère de répression financière, qui a entraîné des taux d'intérêt réels faibles et parfois négatifs, fondés sur la désinflation ou la menace de déflation. Comme le montre le graphique 4, les taux d'intérêt réels à 10 ans aux États-Unis (taux d'intérêt nominaux moins les anticipations inflationnistes) ont maintenant atteint leurs niveaux les plus élevés en plus de 10 ans, mettant fin à une tendance à la baisse de longue durée sur 40 ans.

Nous croyons que la fin d'une ère de taux d'intérêt négatifs à faibles préparera le terrain pour une discipline plus rationnelle et à long terme en matière de capital. Pour les investisseurs en titres à revenu fixe, cela signifie probablement un retour à des attentes raisonnables en matière de rendement du revenu, et pour les investisseurs en actions, cela signifie une concurrence progressive en ce qui concerne les placements du côté des titres à revenu fixe, et un risque pour certaines évaluations des placements en actions.

Graphique 4. Fin des taux d'intérêt réels faibles et négatifs



Source : réserve fédérale de Cleveland, taux d'intérêt réel sur 10 ans, extrait de FRED, réserve fédérale de St. Louis; <https://fred.stlouisfed.org/series/REAINTRATREARAT10Y>, consulté le 17 octobre 2023.

Trois facteurs expliquent la hausse des rendements obligataires:

notre analyse suggère que la flambée des taux et la hausse des rendements des obligations à long terme du gouvernement américain sont le résultat d'au moins trois facteurs :

- 1) Déficits budgétaires plus importants que prévu ayant entraîné des émissions étonnamment élevées de bons et obligations du Trésor au deuxième semestre;
- 2) Réévaluation du taux directeur neutre compte tenu de la croissance du PIB face au resserrement de la Fed;
- 3) Réinitialisation des attentes du marché à l'égard de la prévisibilité de la politique de la Fed dans le contexte probable de taux « plus élevés à plus long terme ».

À long terme, des taux d'intérêt plus élevés comparativement aux niveaux antérieurs à la pandémie peuvent persister en raison d'une croissance et d'une inflation plus élevées : nous nous attendons à ce que les taux des bons et obligations du Trésor américain à long terme se normalisent à des niveaux plus élevés, ce qui donne à penser que les rendements actuels pourraient

La politique monétaire et l'inversion actuelle de la courbe des rendements ont aidé les taux à court terme à atteindre des niveaux particulièrement élevés; toutefois, ces rendements pourraient diminuer si la Fed réduit sa référence cible. Bien que les prévisions de la Fed concernant les taux d'intérêt

(Résumé des projections économiques ou « graphiques à points ») montrent clairement le récit d'un taux d'intérêt « plus élevé à plus long terme », cette dernière considération mérite d'être soulignée maintenant que la banque centrale a décidé de suspendre la hausse des taux. Par conséquent, la trajectoire de la politique monétaire pourrait se situer aux premiers stades d'une réorientation.

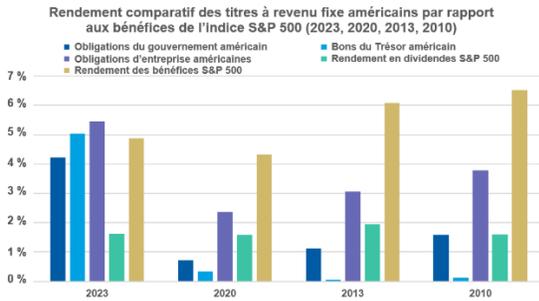
Le graphique 5 montre la progression des rendements des obligations du gouvernement américain au cours de la dernière décennie. Il s'agit de l'un des cycles de resserrement les plus rapides en dehors du début des années 1980, comme en témoigne l'augmentation relative des taux de 2020 jusqu'à cette année.

indiquer une juste valeur pour les investisseurs à long terme. La logique repose sur la conviction que l'économie américaine de l'après-COVID ressemblera davantage à celle de l'après-Seconde Guerre mondiale qu'à celle de l'après-crise financière mondiale de 2008 en ce qui concerne la croissance réelle moyenne, oscillant entre 2,5 % et 3,0 % par année, au lieu d'à peine 2,0 %. Alors que l'inflation se situait en moyenne autour de 1,6 % à l'ère de la stagnation de longue durée, nous prévoyons un taux qui pourrait se rapprocher de 2,5 % à 3,0 %.

À court terme, nous prévoyons que les taux américains seront confrontés à deux facteurs principaux : 1) la politique de la Fed, qui vise à limiter la pression inflationniste, et 2) les facteurs d'offre et de demande sur le marché des bons et obligations du Trésor américain.

- En ce qui concerne la politique de la Fed, l'économie américaine est demeurée étonnamment résiliente en 2023, les ménages et les entreprises ayant démontré une sensibilité moindre aux taux d'intérêt plus élevés cette fois-ci, dans un contexte de resserrement structurel du marché du travail. Cela pourrait maintenir l'orientation de resserrement de la Fed jusqu'à ce que l'économie ralentisse ou que l'inflation demeure inférieure au taux cible.
- L'offre de bons et obligations du Trésor américain augmente à mesure que les déficits budgétaires augmentent. Entre-temps, la demande de bons et obligations du Trésor a fléchi, faisant face à une rare pénurie d'acheteurs, alors que la Fed gère son bilan à la baisse, les investisseurs japonais sont limités par la faiblesse du yen et la hausse des coûts de couverture, et la Chine réduit sa part des achats aux enchères depuis 2018, encore plus depuis les dernières impasses au sujet des sanctions liées aux semi-conducteurs. De plus, le dysfonctionnement de Washington a entravé la confiance dans le marqueur des bons et obligations du Trésor, étant donné qu'une approche sérieuse pour faire face à la viabilité de la dette américaine ne sera probablement pas adoptée avant des mois ou des années.

Graphique 5. Rendement relatif des titres à revenu fixe américains par rapport aux actions américaines



Source : Bloomberg en date du 18 octobre 2023. Indices représentatifs utilisés pour les titres à revenu fixe : Obligations du gouvernement américain = Bloomberg US Treasury Total Return Unhedged USD, Bons du Trésor américain (Bloomberg U.S. Treasury Bills: 1-3 Months), obligations d'entreprise américaines (Bloomberg US Corporate Total Return Value Unhedged USD). Toutes les données sont exprimées en dollars américains. Vous ne pouvez pas investir directement dans un indice. Le rendement passé n'est pas une garantie de rendement futur.

Les obligations américaines à court terme offrent des rendements ajustés au risque supérieurs à ceux des actions américaines : si l'on examine le rendement des bénéfices du S&P 500 illustrés dans le graphique 5 (barre or), les investisseurs ont toujours été récompensés au cours de ces années en assumant un risque supplémentaire lié aux placements à revenu fixe de moindre qualité et aux actions américaines. En effet, pendant la majeure partie de la période qui a suivi la crise, les rendements élevés ont généré des rendements totaux de plusieurs fois supérieurs à ceux des titres à revenu fixe de catégorie investissement, ou bons du Trésor, tandis que même les rendements en dividendes boursiers ont surpassé les bons du Trésor. Aujourd'hui, ces avantages en matière de rendement ont diminué pour les actions américaines comparativement à chaque catégorie d'obligations, si l'on se réfère au graphique 5.

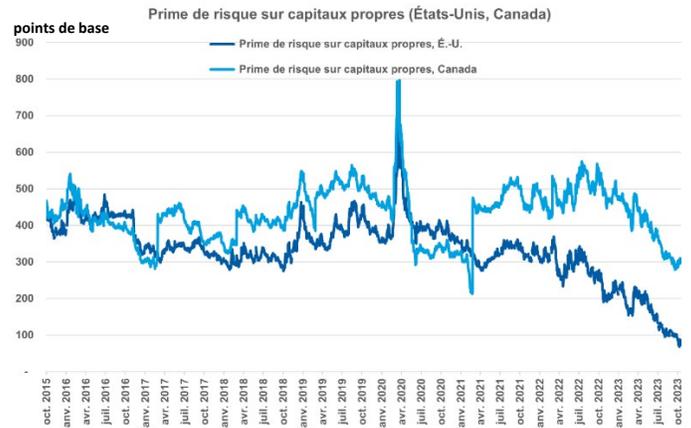
Une autre façon de montrer le scénario d'évaluation relative des obligations américaines par rapport aux actions américaines est la prime de risque sur capitaux propres, illustrée au graphique 6. La prime de risque sur capitaux propres représente la rémunération supplémentaire que les investisseurs reçoivent grâce aux actions (sous forme de flux de bénéfices) par rapport aux

bons et obligations du Trésor américain (sous forme de flux de rendement). Une prime de risque sur capitaux propres plus élevée indique une rémunération plus élevée pour le risque sur capitaux propres assumé.

Nous croyons que les niveaux actuels de la prime de risque sur capitaux propres du S&P 500 sont assez peu intéressants, surtout si l'on prend des risques liés aux bénéficiers. Pour gagner en attractivité, la prime de risque sur capitaux propres devrait probablement passer au seuil des 300 points de base, au moins, soit environ trois fois les niveaux actuels, soit la moyenne approximative de la période d'après la crise. Comme l'indique le graphique 6, la prime de risque sur capitaux propres du S&P 500 est en baisse depuis le début de 2022, au moment où l'inflation et les taux d'intérêt ont amorcé leur augmentation.

À titre de comparaison, la prime de risque sur capitaux propres canadienne se situe aujourd'hui à un niveau raisonnable de 300 points de base au-dessus du niveau des obligations du gouvernement du Canada à 10 ans (graphique 6, ligne bleu pâle). Bien qu'il y ait une évaluation relative moindre au Canada quant aux actions par rapport aux obligations, nous sommes optimistes quant aux titres à revenu fixe de catégorie investissement et ceux du gouvernement canadien.

Graphique 6. Prime de risque sur capitaux propres, actions américaines et actions canadiennes



Source : Bloomberg en date du 18 octobre 2023. Calcul de la prime de risque sur capitaux propres pour l'indice S&P 500 et l'indice composé S&P/TSX = ratio bénéfice/cours à terme (%) moins rendement des bons du Trésor à 10 ans (%). Le rendement passé ne garantit pas le rendement futur et vous ne pouvez pas investir directement dans un indice.

DONNÉES SUR LE MARCHÉ CANADIEN

Aujourd'hui, la prime de risque sur capitaux propres du Canada se situe au-dessus de 300 points de base, celle des États-Unis est tombée en dessous de 100 points de base. Nous soupçonnons que l'écart historique entre le Canada et les États-Unis reflète :

- Le risque économique canadien idiosyncrasique lié au marché du logement et aux bénéfices des banques canadiennes, surtout maintenant que le taux directeur au Canada est de 5 %, resserrant davantage les conditions financières.
- Les efforts de décarbonation, conjugués à l'incertitude entourant la rentabilité à long terme des investissements pétroliers et gaziers.
- Les préférences des investisseurs pour le style de croissance et le secteur des technologies par rapport au positionnement lié aux services financiers et aux produits de base, reflétant une fin potentielle des hausses de taux d'intérêt.

Approche de la fin du cycle de hausse des taux, favorisant potentiellement les placements en titres à revenu fixe

Bien que les taux d'intérêt puissent demeurer plus élevés pendant plus longtemps, nous prévoyons avoir presque atteint la fin du cycle actuel de hausse des taux d'intérêt aux États-Unis et au Canada. Par le passé, la dernière hausse de taux correspondait étroitement à un pic du rendement des bons et obligations du Trésor à 10 ans. Par conséquent, les investisseurs obligataires pourraient faire face à une probabilité plus faible de hausse des rendements (et de pertes en capital potentielles) plutôt qu'à des rendements stables ou à la baisse (et à une plus-value du capital potentielle).

Comme l'illustre le tableau 2, les rendements des bons et obligations du Trésor américain ont atteint un point culminant en moyenne 1,3 mois avant le dernier relèvement des taux de la Fed. Bien que nous ne soyons pas certains de la date du dernier relèvement des taux de la Fed, elle s'est rapprochée au cours des derniers mois, les représentants de la Fed ayant récemment souligné le facteur de resserrement découlant de taux plus élevés à plus long terme.

Tableau 2. Le dernier relèvement des taux de la Fed pourrait marquer le point culminant du rendement des bons et obligations du Trésor à 10 ans

Date de la dernière hausse	Mois entre la dernière hausse de taux et...	
	Le point culminant du rendement des bons et obligations du Trésor américain à 10 ans	Le creux de la courbe du rendement des bons et obligations du Trésor à 2 ans/10 ans
Mars 1980	-1	-1
Mai 1981	4	3
Mai 1989	-3	-2
Février 1995	-3	-2
Mai 2000	-4	-2
Juin 2006	0	5
Décembre 2018	-2	8
Moyenne	-1,3	1,3

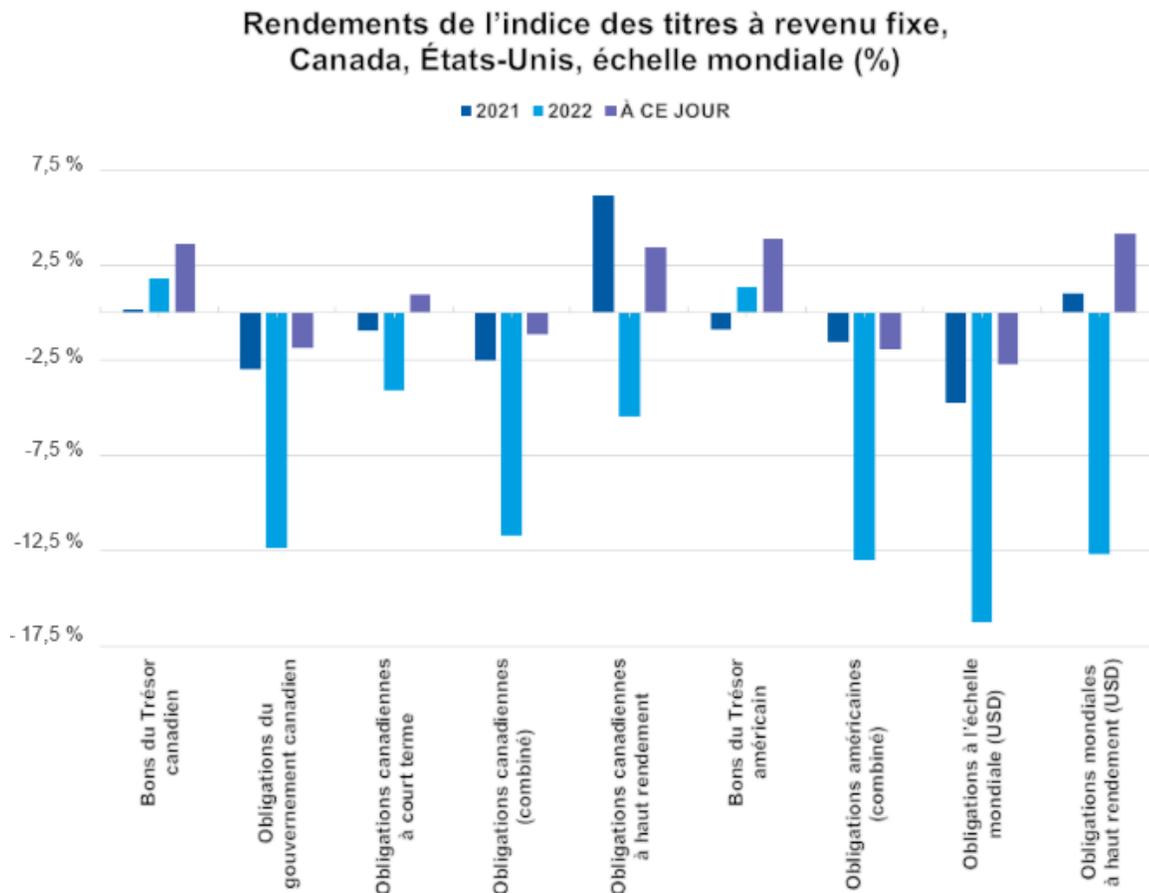
Source : BCA Research Inc.

Pour le Canada, nous croyons que la Banque du Canada a déjà procédé à son dernier redressement des taux d'intérêt et qu'elle maintiendra probablement le taux directeur inchangé pour le reste de 2023. Nos économistes s'attendent à ce que la Banque du Canada réduise ses taux d'intérêt de 1,00 % en 2024, à compter du deuxième trimestre. Cette toile de fond offre un potentiel de gains en capital en cas de baisse des taux en 2024, suivant les prévisions de MS & Co.

Un mot sur le marché baissier actuel des obligations

Bien que la hausse des rendements dans l'ensemble de l'univers obligataire ait amélioré le profil de rendement actuel des investisseurs en titres à revenu fixe, elle a également entraîné d'importantes pertes en capital au cours des deux dernières années et demie. Comme l'indique le graphique 7 ci-dessous, les titres à revenu fixe ont connu des baisses abruptes en 2021 et en 2022, les banques centrales mondiales ayant haussé les taux à leur plus haut niveau depuis les années 1980. Bien que le rendement des titres à revenu fixe en 2023 se soit amélioré, les investisseurs obligataires pourraient subir une troisième année consécutive de pertes non réalisées. Nous tenons à souligner que les pertes sont dues au fait que, à l'exclusion de tout défaut ou appel de fonds, le rendement total à vie d'une obligation est habituellement proche de son rendement initial à l'échéance. Les pertes non réalisées deviennent des pertes réelles si une obligation est vendue à un prix inférieur au prix d'achat initial.

Graphique 7. Rendements de l'indice des titres à revenu fixe, Canada, États-Unis, échelle mondiale (%)



Source : Bloomberg en date du 18 octobre 2023; toutes les données sont exprimées dans la devise locale.

Subir des pertes non réalisées d'obligations sur trois années consécutives serait plutôt rare. En fait, au cours de ses 250 années d'existence, le marché des obligations du Trésor américain n'a jamais subi de pertes pendant trois années consécutives. À 28 mois, ce marché baissier est l'un des plus longs de l'histoire, comme l'illustre la première rangée du tableau 3, comparativement à la durée moyenne historique de 18 mois.

Tableau 3. Historique des marchés baissiers des obligations du Trésor américain

Date du point culminant du marché	Date du creux du marché	Rendement maximal à minimal	Rétablissement un an après le creux	Durée du marché baissier (mois)
31 juillet 2020	31 octobre 2022	-24,7 %	0,0 %	28
30 juin 1860	Mai 31,1861	-18,7 %	32,4 %	12
31 mai 1835	31 décembre 1839	-16,1 %	19,0 %	56
30 juin 1979	29 février 1980	-15,8 %	8,2 %	9
31 mai 1931	31 janvier 1932	-15,4 %	18,5 %	9
30 juin 1980	30 septembre 1981	-14,6 %	43,1 %	16
30 septembre 1833	31 mars 1834	-13,7 %	16,5 %	7
31 mai 1811	31 mars 1813	-11,3 %	6,8 %	23
28 février 1987	30 septembre 1987	-10,5 %	14,7 %	8
31 octobre 1993	30 novembre 1994	-10,2 %	25,1 %	14
31 juillet 2012	31 décembre 2013	-10,1 %	10,8 %	18
Moyenne	31 octobre 2022	-14,6 %	17,7 %	18

Source : BofA Global Investment Strategy, données financières mondiales, « Marché baissier des obligations » = baisse du rendement total de 10 % ou plus

Erreurs possibles de notre part dans nos perspectives des titres à revenu fixe

Il est possible que nous ayons une période prolongée d'inflation élevée, alimentée par des coûts de service élevés, l'inflation touchant les produits de base et une croissance économique persistante. Ce contexte prolongerait probablement les taux élevés et retarderait tout virage vers une politique monétaire plus conciliante. Par conséquent, les occasions de plus-value du capital pour les titres à revenu fixe seraient plus limitées, mais les investisseurs profiteraient probablement de la valeur absolue présentée sous la forme de rendements plus élevés.

Cependant, les conditions financières actuelles sont relativement serrées et devraient se resserrer davantage à court terme, ce qui devrait limiter la nécessité de nouvelles hausses des taux d'intérêt. Au moment de la rédaction du présent article, les rendements des obligations à 10 ans des gouvernements américain et canadien avaient augmenté de 70 à 100 points de base sur une courte période de six semaines.

L'économie américaine semble encore résiliente, mais il est probable que les effets retardés du cycle de resserrement de la Fed n'aient pas encore eu une incidence complète sur l'économie. On peut soutenir que l'économie canadienne montre déjà des signes d'une récession à atterrissage en douceur, compte tenu d'une plus grande sensibilité aux taux d'intérêt par rapport à l'économie américaine. Point rassurant, nous sommes à la fin de ce cycle de hausse des taux.

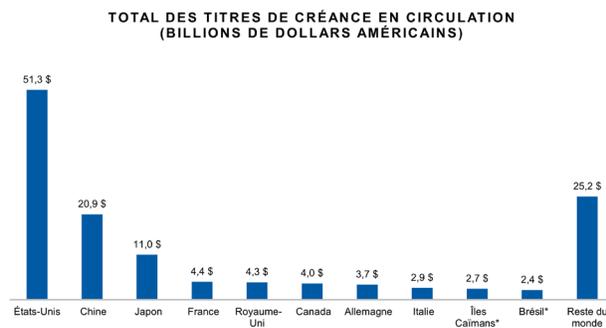
Troisième section : considérations relatives à la gestion de portefeuille de titres à revenu fixe :

De loin, le facteur déterminant le plus important de l'exposition aux risques et des résultats de placement est la décision de répartition de l'actif, soit la répartition à long terme entre diverses catégories d'actifs, comme les espèces, les titres à revenu fixe, les actions et les placements non traditionnels du portefeuille. Cette décision très importante doit être prise avec votre conseiller financier de Morgan Stanley Gestion de Patrimoine Canada, qui tiendra compte de vos objectifs de placement, de votre tolérance au risque et de votre capacité à prendre des risques, de vos besoins en liquidités et de toute situation particulière après une longue période de discussion. Les placements en titres à revenu fixe peuvent comporter des nuances qui dépendent de la situation propre au client.

Obligations nationales et internationales : risque lié au change et occasions de diversification

Selon la Banque des règlements internationaux (BRI), à la fin de 2022, la valeur marchande totale des obligations mondiales s'élevait à plus de 133 000 billions de dollars américains, constitués principalement de la dette gouvernementale, mais aussi des dettes publiques et de sociétés privées non réglées. Le marché de la dette américain représentait environ 40 % du marché des obligations mondiales en 2022, tandis que celui du Canada représentait environ 4 % (voir le graphique 8).

Graphique 8. Un marché obligataire mondial diversifié



Source : Banque des règlements internationaux, données en date du troisième trimestre de 2022

Pour les investisseurs en obligations américaines et canadiennes, le marché obligataire mondial offre l'occasion de diversifier l'exposition des obligations canadiennes ou américaines, avec un potentiel supplémentaire de rendements plus élevés. La diversification supplémentaire que procurent les obligations internationales peut provenir de l'exploitation de politiques divergentes des banques centrales.

Cependant, la couverture des devises est un facteur important à prendre en considération pour les obligations

Le crédit privé couvre un éventail de stratégies qui s'étendent à la structure du capital et au type d'emprunteur. Il peut s'agir de prêts garantis de premier rang pour des sociétés emprunteuses de premier ordre, de crédit non garanti de second rang pour financer la construction de nouveaux bâtiments, de prêts sur des actifs spécialisés, comme des wagons de marchandise et des avions, ou encore de flux de revenus contractuels, comme des redevances et des services d'abonnement, voire de situations de détresse.

En comparaison avec les titres à revenu fixe publics, les placements dans des crédits privés n'offrent pas le même niveau de liquidité, le cas échéant, ce qui doit être le principal facteur dont les investisseurs doivent tenir compte lorsqu'ils décident du montant des crédits publics et privés à inclure dans le portefeuille. En plus d'un revenu potentiellement plus élevé grâce aux placements dans des crédits privés, des avantages liés à la diversification se présentent, car les crédits privés ont tendance à être moins liés aux actions et aux obligations publiques.

internationales. La couverture des devises en fonction de la devise d'origine a toujours procuré aux investisseurs le flux de rendement souhaité sans qu'elle soit soumise à une volatilité excessive découlant des fluctuations des marchés des changes. Par conséquent, les rendements des obligations internationales couverts par une devise ont connu un taux de volatilité annualisé moins élevé. De nombreux gestionnaires d'obligations internationales visent à couvrir l'exposition liée à la devise dans le pays d'origine afin de réduire la volatilité excessive.

Titres à revenu fixe publics et privés (risque lié aux liquidités)

Bien que cet article couvre en grande partie les titres à revenu fixe publics (obligations gouvernementales et d'entreprises), le marché de la dette privée est devenu une source croissante de revenu potentiel et de croissance pour les investisseurs en titres à revenu fixe. Le marché du crédit privé est passé de 250 milliards de dollars américains en 2010 à plus de 1,4 billion de dollars américains aujourd'hui, selon le fournisseur de données Preqin. Cette expansion des fonds de crédit privés est en partie attribuable à la baisse de longue durée des taux d'intérêt au cours des dernières décennies, ainsi qu'au contexte réglementaire des banques traditionnelles, qui a entraîné une hausse des exigences en matière de capital. Les investisseurs ont ajouté de plus en plus de crédit privé à leurs portefeuilles comme solution de rechange procurant un rendement potentiellement plus élevé que les stratégies de titres à revenu fixe traditionnelles.

Contrairement à la plupart des prêts bancaires, les solutions de crédit privé peuvent être personnalisées pour répondre aux besoins des emprunteurs sur le plan de la taille, du type ou du calendrier des transactions. Toutefois, comme les prêts bancaires, la plupart des prêts privés prennent la forme de billets à taux variable, offrant une protection en temps réel contre les taux d'intérêt, comparativement aux placements comme les obligations à taux fixe. Nous nous attendons à ce que la demande de crédit privé continue d'être forte, en particulier pour les sociétés de portefeuille à forte croissance et à forte demande d'espèces.

Risque lié aux taux d'intérêt et risque lié au crédit

Le risque lié aux taux d'intérêt, c'est-à-dire le risque de hausse des taux d'intérêt, et le risque lié au crédit, c'est-à-dire le risque de défaillance de l'obligation, peuvent avoir une incidence sur les rendements des obligations et, par conséquent, sur le cours de l'obligation. Chez Morgan Stanley, nous pourrions envisager d'ajouter ou de supprimer des degrés variables de risque lié aux taux d'intérêt ou au crédit aux portefeuilles à différents moments du cycle économique et du marché.

Le risque lié aux taux d'intérêt, également appelé risque de durée, est la possibilité que la valeur marchande d'une obligation nominale chute en raison d'une hausse des taux d'intérêt nominaux en vigueur, qui peut être causée par l'augmentation de l'inflation ou des taux d'intérêt réels. En général, tous les titres à revenu fixe sont sensibles aux fluctuations des taux d'intérêt et il existe une relation inverse entre le cours d'une obligation et les fluctuations des taux d'intérêt. Le cours d'une obligation à long terme sera, toutes choses étant égales par ailleurs, plus sensible aux variations des taux d'intérêt que celui d'une obligation à court terme.

Le risque lié au crédit, aussi appelé risque de défaillance, est le risque que l'émetteur d'une obligation ne soit pas en mesure de payer les intérêts ou le capital en temps opportun. Les agences de notation évaluent les facteurs quantitatifs et qualitatifs pour évaluer la probabilité de défaillance d'un émetteur et les classent comme étant soit de la catégorie d'investissement soit inférieure à la catégorie d'investissement (rendement élevé). Les obligations de catégorie d'investissement offrent généralement le plus haut degré de protection du capital et des intérêts et ont une plus faible probabilité de défaillance. Les obligations inférieures à la catégorie d'investissement (rendement élevé) sont considérées comme étant des placements à risque et ont tendance à procurer des rendements supérieurs à ceux des obligations de catégorie d'investissement.

Positionnement des portefeuilles par Morgan Stanley Gestion de Patrimoine – surpondération tactique des titres à revenu fixe

Du point de vue de la répartition tactique de l'actif, Morgan Stanley Gestion de Patrimoine a un surplus de titres à revenu fixe par rapport à nos indices de référence combinés. Notre point de vue positif à l'égard des titres à revenu fixe est fondé sur la conviction qu'un régime « plus élevé à plus long terme » crée des occasions d'atteindre de meilleurs rendements ajustés au risque par l'intermédiaire du flux de revenu, avec la possibilité de gains en capital si les taux diminuent en 2024, selon les prévisions de MS & Co. Avec des taux d'intérêt à des sommets cycliques ou presque, le risque et le rendement sont asymétriques, tandis que les coupons de 4 % à 7 % sont parmi les meilleurs disponibles depuis plus de 15 ans. Nous préférons les obligations de catégorie d'investissement aux obligations à rendement élevé aujourd'hui, car nous

sommes convaincus que les écarts de crédit subiront probablement des pressions à la hausse en raison des conditions financières serrées et du ralentissement de la croissance macroéconomique. Bien qu'il puisse y avoir une occasion de passer à des titres à rendement élevé à l'avenir, nous pourrions d'abord chercher à élargir les écarts de crédit comme signe d'une plus grande marge de sécurité et d'une occasion de plus-value du capital.

Aux États-Unis, nous voyons des occasions favorables en matière de crédit d'entreprise de catégorie d'investissement et de bons et obligations du Trésor américain à court et à moyen terme. Au Canada, nous pensons que le crédit de catégorie d'investissement demeure une position acceptable lorsqu'ils sont assortis d'obligations du gouvernement du Canada à plus court terme.

Les investisseurs pourraient vouloir envisager d'utiliser la stratégie d'achats périodiques par sommes fixes ou la stratégie de l'échelonnement des échéances, ou les deux, pour ajuster la répartition de leur portefeuille de titres à revenu fixe. La stratégie d'achats périodiques par sommes fixes peut être établie à l'aide de nouveaux fonds et de stratégies de rééquilibrage. En utilisant une stratégie de l'échelonnement des échéances, les investisseurs pourraient répartir uniformément les dates d'appel de fonds et les échéances finales. Cela peut offrir une certaine protection dans un scénario où les taux d'intérêt augmentent davantage, puisque les fonds seront continuellement échangés aux fins de réinvestissement. De plus, si les taux diminuent, les obligations dont l'échéance finale est plus tardive contribueront à maintenir les profils de rendement plus longtemps, en soulignant que les échéances sont, idéalement, adaptées aux objectifs de placement.

Si vous avez des questions à propos des placements en titres à revenu fixe, veuillez communiquer avec votre conseiller financier Morgan Stanley Gestion de Patrimoine Canada.

Mentions

Le Comité mondial de placement est un groupe de professionnels chevronnés en placements de Morgan Stanley & Co. et de Morgan Stanley Gestion de Patrimoine qui se rencontrent régulièrement pour discuter de l'économie mondiale et des marchés. Le comité détermine les perspectives d'investissement qui guident nos conseils aux clients. Il surveille continuellement la situation économique et du marché, examine les perspectives tactiques et recommande les pondérations du modèle de répartition de l'actif. Il produit en outre une série de stratégies, d'analyses, de commentaires, de suggestions de positionnement du portefeuille et d'autres rapports et émissions.

Définitions des indices

Indice S&P 500 : l'indice Standard & Poor's (S&P) 500 assure le suivi du rendement de 500 actions américaines à forte capitalisation largement répandues.

Indice composé S&P/TSX : L'indice composé S&P/Bourse de Toronto est un indice pondéré en fonction de la capitalisation conçu pour mesurer l'activité du marché des actions inscrites à la Bourse de Toronto. L'indice a été élaboré avec un niveau de base de 1000 à partir de 1975.

Considérations relatives aux risques

Les titres de participation peuvent fluctuer en réponse aux nouvelles sur les sociétés, les industries, la situation du marché et l'environnement économique général.

La valeur des titres à revenu fixe fluctue et, lors d'une vente, peut être supérieure ou inférieure au coût initial ou à la valeur à l'échéance. Les obligations sont assujetties aux risques liés aux taux d'intérêt, au risque de remboursement anticipé, au risque de réinvestissement, au risque de liquidité et au risque de crédit de l'émetteur.

Les obligations à rendement élevé (obligations dont la cote est inférieure à la catégorie d'investissement) peuvent avoir des caractéristiques spéculatives et présenter des risques importants au-delà de ceux des autres titres, y compris un risque de crédit plus élevé, une volatilité des prix et une liquidité limitée dans le marché secondaire. Dans un portefeuille équilibré, les obligations à rendement élevé doivent représenter seulement une portion du portefeuille.

Les sociétés qui versent des dividendes peuvent réduire ou interrompre ces paiements en tout temps.

La répartition des actifs et la diversification ne garantissent pas un profit ni ne protègent contre les pertes sur les marchés financiers en déclin.

L'investissement dans des entreprises de petite à moyenne taille comporte des risques particuliers, comme des gammes de produits, des ressources financières et des marchés limités, et une plus grande volatilité que les titres d'entreprises plus importantes et plus établies.

En raison de leur étroite concentration, les investissements sectoriels ont tendance à être plus volatils que les investissements qui se diversifient dans de nombreux secteurs et entreprises. Les actions du secteur technologique peuvent être particulièrement volatiles. Les risques applicables aux entreprises des secteurs des ressources énergétiques et naturelles comprennent le risque lié au cours des produits de base, le risque lié à l'offre et à la demande, le risque d'épuisement et le risque lié à l'exploration. Les actions du secteur de la santé sont assujetties à la réglementation gouvernementale, ainsi qu'à l'approbation gouvernementale des produits et services, ce qui peut entraîner des répercussions importantes sur les cours et la disponibilité. Elles peuvent également être considérablement affectées par l'obsolescence rapide et l'expiration des brevets.

Les indices sont non gérés. Un investisseur ne peut pas investir directement dans un indice. Ils sont présentés à titre informatif seulement et ne représentent pas le rendement d'un placement particulier.

Les indices choisis par Morgan Stanley Gestion de Patrimoine Canada pour mesurer le rendement sont représentatifs de grandes catégories d'actifs. Morgan Stanley Gestion de Patrimoine Canada se réserve le droit de modifier les indices représentatifs en tout temps.

Mentions légales

Morgan Stanley Gestion de Patrimoine Canada Inc. (« MSGPC ») est une filiale en propriété exclusive de Solium Capital ULC, laquelle est une filiale en propriété exclusive de Morgan Stanley, une société ouverte inscrite à la bourse de New York et dont le siège social mondial est situé dans la ville de New York.

Ce document a été préparé à titre informatif seulement et ne constitue pas une offre d'achat ou de vente, ni une sollicitation d'offre d'achat ou de vente de titres ou d'autres instruments financiers, ni une participation à une stratégie commerciale. Le rendement passé n'indique pas nécessairement ce que sera le rendement futur. Morgan Stanley Gestion de Patrimoine Canada Inc., ses sociétés affiliées et les conseillers financiers de Morgan Stanley ne fournissent pas de conseils juridiques ni fiscaux.

Chaque client/cliente doit toujours consulter son conseiller fiscal ou juridique pour obtenir des renseignements sur sa situation personnelle et pour connaître les répercussions fiscales potentielles découlant d'une recommandation particulière.

Le présent document, ou toute partie de celui-ci, ne peut être réimprimé, vendu ou redistribué sans le consentement écrit de Morgan Stanley Gestion de Patrimoine Canada Inc.

© Morgan Stanley Gestion de Patrimoine Canada Inc., 2023.