

L'argument en faveur d'une répartition stratégique des obligations de sociétés canadiennes

Auteurs

Soami Kohly, CFA, FSA, FICA
Gestionnaire de portefeuille
de titres à revenu fixe

Michael Trudeau, CFA
Gestionnaire de portefeuille
institutionnel de titres à revenu fixe

David Peterson
Analyste de recherche principal
Groupe des stratégies et analyses

En résumé

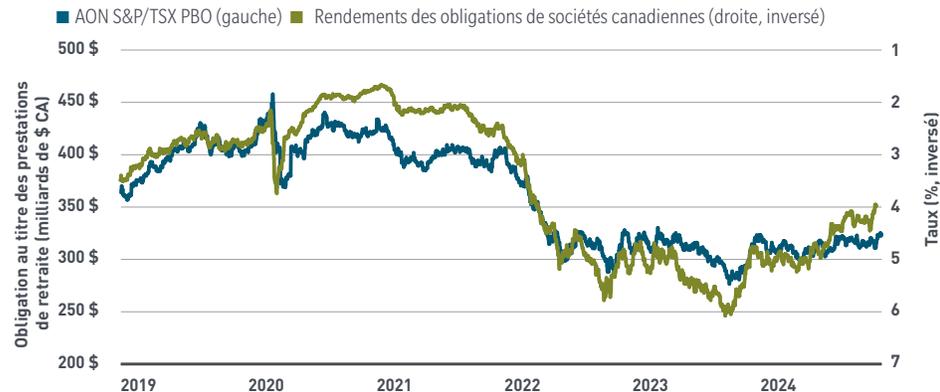
- Les ratios de l'état de capitalisation global des régimes à prestations déterminées canadiens ayant augmenté de plus de 100 % après la pandémie de COVID-19, le moment est venu pour les promoteurs d'envisager de réduire le risque de leurs régimes et de profiter des taux de rendement historiquement élevés du marché.
- Il existe une forte corrélation entre les obligations de sociétés canadiennes et les passifs que les promoteurs de régimes doivent gérer.
- Nous offrons trois solutions de placement possibles que l'on peut envisager de mettre en œuvre, en utilisant les obligations de sociétés canadiennes comme instrument de réduction du risque.

Les états de capitalisation se sont considérablement améliorés. Malgré la vague de volatilité observée sur les marchés depuis le début de la COVID-19, les portefeuilles de caisses de retraite canadiennes se sont relativement bien comportés dans l'ensemble. Bon nombre de ces régimes, qui surpondèrent les actions et les placements non traditionnels par rapport aux titres à revenu fixe publics¹, ont enregistré d'excellents rendements, les actions mondiales ainsi que les secteurs des infrastructures et de l'immobilier ayant inscrit des rendements respectifs de 115,1 %, 48,8 % et 27,3 %, depuis mars 2020². Ces rendements ont contribué à accroître considérablement l'état de capitalisation global de ces régimes; selon Mercer, ils s'établissaient à 121,4 % au 30 septembre 2024, contre une moyenne de seulement 88,4 % au cours de la période de 2010 à 2020³.

Le moment est venu de passer à la réduction du risque. Comme les ratios de capitalisation sont maintenant nettement supérieurs à 100 %, nous croyons qu'il est prudent pour ces fonds d'envisager une transition vers la réduction du risque du portefeuille. La réduction du risque consisterait à éliminer autant de volatilité de la capitalisation d'un régime que possible, que ce soit au moyen d'ententes de transfert de risques avec un tiers ou de changements de la répartition stratégique de l'actif. Nous croyons que les régimes pourraient profiter d'une réduction du risque en effectuant un rééquilibrage en titres à revenu fixe, y compris en augmentant l'exposition aux obligations de sociétés canadiennes.

Selon nous, les obligations de sociétés canadiennes peuvent être une excellente catégorie d'actif stratégique pour les investisseurs guidés par le passif en raison de leurs synergies naturelles avec la comptabilité du passif. Au Canada, les passifs des régimes de retraite d'entreprises sont actualisés au moyen d'une courbe des taux composée d'obligations de sociétés de première qualité, habituellement des obligations de sociétés notées AA. Comme le montre la figure 1, le calcul de l'obligation au titre des prestations de retraite (le passif global) suit de manière inverse le rendement des obligations de sociétés canadiennes.

Figure 1 : Rendements des obligations de sociétés canadiennes et obligations au titre des prestations de retraite



Source : Bloomberg, outil de suivi des risques liés aux régimes de retraite de AON. Données quotidiennes du 1^{er} janvier 2019 au 11 décembre 2024. Aon suit les obligations totales au titre des prestations de retraite des sociétés qui sont comprises dans l'indice S&P/TSX. Les rendements présentés correspondent au rendement le plus défavorable.

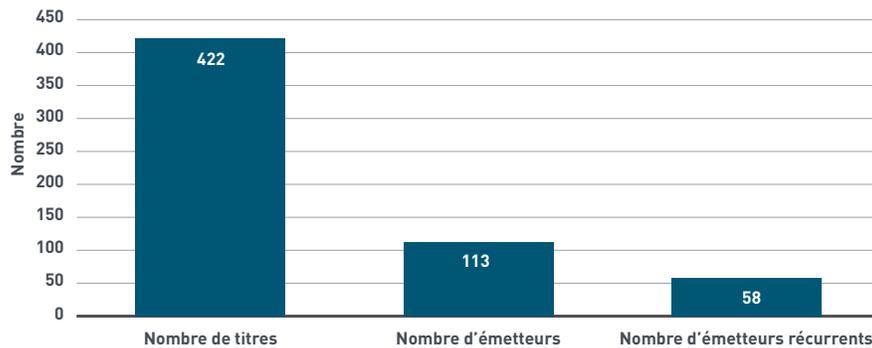
La forte corrélation entre les passifs liés aux régimes de retraite et les taux obligataires permet une immunisation, c'est-à-dire une stratégie de répartition de l'actif qui consiste à investir dans des actifs qui suivront de près la croissance des passifs. Cela semble simple, mais en pratique, modifier la répartition de l'actif pour réduire le risque associé à la volatilité de la capitalisation peut être assez complexe. Pour commencer à réfléchir à la mise en œuvre, nous examinons les avantages et les inconvénients potentiels de quelques stratégies de placement : une position en obligations de sociétés canadiennes à long terme, une position en obligations de sociétés canadiennes (univers) et une approche axée sur les obligations de sociétés canadiennes core plus acheteur qui intègre des obligations de sociétés américaines à long terme.

Position en obligations de sociétés canadiennes à long terme

Même si les obligations de sociétés suivent déjà relativement bien les passifs liés aux régimes de retraite, certains promoteurs de régimes assortis d'une durée du passif à long terme pourraient envisager d'investir dans des obligations de sociétés canadiennes à long terme. Ces obligations de sociétés arrivent généralement à échéance dans une période de 10 à 30 ans, ce qui leur donne une durée plus longue que celle des obligations de sociétés (univers) standards et correspond étroitement à la durée moyenne d'un passif de régime de retraite de 14,2 ans⁴. Étant donné que les obligations sont également des obligations de sociétés canadiennes de qualité relativement élevée, elles ont également l'avantage de maintenir naturellement une exposition à la courbe des taux par rapport à laquelle leur passif est escompté, ce qui contribue à atténuer le risque de taux d'intérêt. L'immunisation est une stratégie efficace pour réduire le risque lorsque la valeur des actifs des régimes fluctue à l'unisson avec les passifs. Dans ce cas, les obligations de sociétés canadiennes et la courbe des taux des passifs sont généralement fortement corrélées, étant donné que la courbe du passif est dérivée des obligations de sociétés notées AA.

Bien que les obligations de sociétés canadiennes à long terme puissent être un excellent choix en tant qu'actif d'immunisation, il existe quelques éléments à prendre en compte lors de la mise en œuvre de la stratégie. Le segment long terme du marché des obligations de sociétés canadiennes est relativement étroit, ce qui peut entraîner des risques de concentration et d'illiquidité. Près de 80 % du marché des obligations de sociétés canadiennes à long terme ne comprend que quelques secteurs seulement – les services publics (34,7 %), l'énergie (22,2 %) et les produits industriels (21 %), tout en ayant très peu d'exposition aux secteurs présentant des facteurs favorables à long terme, comme la santé et la technologie. Cela donne lieu à des risques idiosyncrasiques au sein d'un secteur qui perturbe la valeur des actifs du passif, ce qui augmenterait la volatilité de l'état de capitalisation. De plus, le marché est restreint quant au nombre de sociétés qui émettent des obligations à long terme. Dans le graphique ci-dessous, nous voyons qu'au 30 novembre 2024, seulement 113 sociétés détenaient une obligation dans l'indice des obligations de sociétés à long terme, et seulement 58 de ces sociétés détenaient plus d'une obligation à long terme.

Figure 2 : Nombre de titres de sociétés canadiennes à long terme et d'émetteurs



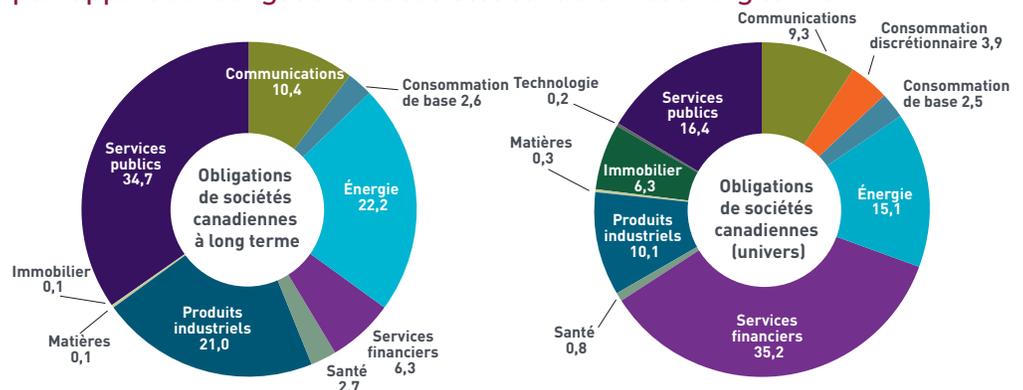
Source : FTSE et Bloomberg. Données de l'indice obligataire société à long terme FTSE Canada au 30 novembre 2024.

Cette concentration des émetteurs peut réduire considérablement la liquidité dans un contexte de tensions sur les marchés et potentiellement accroître la volatilité. Pour contrer les préoccupations liées à la concentration, nous examinerons les stratégies qui visent à augmenter la diversification des émetteurs et des secteurs.

Position en obligations de sociétés canadiennes (univers)

Une autre voie à envisager pourrait être les obligations de sociétés canadiennes (univers). Contrairement à la stratégie d'obligations de sociétés à long terme, les obligations canadiennes (univers) comprennent l'ensemble des échéances du marché des obligations de sociétés canadiennes. Le nombre d'émetteurs disponibles pour les investisseurs dans la stratégie d'obligations canadiennes (univers) est ainsi doublé, passant à 230 contre 113 pour la stratégie d'obligations à long terme, et le nombre d'émetteurs ayant plusieurs émissions est presque triplé, de 58 à 153. La figure 3 ci-dessous montre également les différences entre les pondérations sectorielles; les pondérations sectorielles des services publics, des produits industriels et de l'énergie, qui représentaient la vaste majorité de l'indice des obligations de sociétés à long terme, ont été réduites à seulement 41,5 %, tandis que les pondérations des autres secteurs, comme les services financiers et l'immobilier, ont augmenté. Les investisseurs disposeraient d'un ensemble d'actifs beaucoup plus important pour construire leur portefeuille sans faire face au problème de la forte concentration. La taille moyenne des émissions de l'indice des obligations de sociétés (univers) augmente également par rapport à celui des obligations de sociétés à long terme, passant de 360 millions de dollars à près de 34 % contre 481 millions de dollars pour les obligations canadiennes (univers), ce qui améliore le profil de liquidité de la stratégie universelle par rapport à l'approche à long terme.

Figure 3 : Pondérations des obligations de sociétés canadiennes (univers) par rapport aux obligations de sociétés canadiennes à long terme



Source : Bloomberg et FTSE. Données au 30 novembre 2024. Obligations de sociétés canadiennes à long terme = indice obligataire sociétés à long terme FTSE Canada. Obligations de sociétés canadiennes (univers) = indice obligataire toutes les sociétés FTSE Canada. Les pondérations sectorielles sont déterminées au moyen de la classification Bloomberg BICS.

Bien qu’une diversification accrue puisse être un avantage pour la stratégie d’obligations canadiennes (univers), l’un des obstacles auxquels elle fait face est le décalage entre les durées. Aujourd’hui, la durée de l’indice se situe autour de 5,9 ans; elle est donc beaucoup plus courte que celle de l’indice des obligations de sociétés à long terme, qui est de 12,7 ans⁵. Pour les régimes dont la durée du passif est plus courte, cette option pourrait tout de même être intéressante, mais pour les autres régimes à la durée plus longue, elle peut introduire une répartition qui entraînerait une différence importante entre la volatilité des taux d’intérêt et leur passif. Pour tenter de concilier les problèmes de concentration sur le marché des obligations de sociétés canadiennes et les profils de durée, nous présentons une troisième solution de placement qui combine une exposition aux obligations de sociétés canadiennes à long terme et une exposition aux obligations de sociétés américaines à long terme.

Une approche axée sur les obligations de sociétés canadiennes et américaines à long terme

Dans le cadre de cette approche, les investisseurs continueraient généralement d’investir principalement dans le marché canadien des obligations de sociétés à long terme, dont la pondération se situerait entre 70 % et 80 % de l’actif du portefeuille, en combinaison avec un volet d’obligations de sociétés américaines à long terme (de 20 % à 30 %). Comparativement à la stratégie d’obligations (univers), cette approche vise à faire en sorte que les actifs conservent leur exposition à la durée longue, car l’indice des obligations de sociétés américaines à long terme affiche une durée globale de 13,1, ce qui n’est que de 0,4 an de différence par rapport au Canada et est beaucoup plus proche de la stratégie des obligations (univers). L’avantage de la diversification découlant de l’ajout de l’exposition aux États-Unis se reflète également dans la répartition sectorielle ainsi que dans le nombre d’émetteurs que la combinaison des deux marchés a à offrir aux investisseurs. Dans le tableau ci-dessous, nous comparons les pondérations des obligations de sociétés américaines à long terme à celles du Canada : Nous constatons que les États-Unis peuvent contribuer à accroître l’exposition à de nouveaux secteurs, comme la santé et la technologie, tout en contribuant à gérer l’exposition à des secteurs comme l’énergie et les infrastructures (comme les services publics et les produits industriels). Le nombre d’émetteurs progresse aussi à mesure que l’exposition aux États-Unis augmente. Le marché des obligations de sociétés à long terme aux États-Unis compte près du triple du nombre d’émetteurs, le nombre de titres à long terme s’établissant à 695. La taille moyenne des émissions de ces émetteurs est également de 1,3 G\$, soit environ 260 % de plus que celle du Canada, ce qui contribue à accroître la marge de manœuvre pour attribuer une pondération à ces obligations et, par conséquent, la liquidité.

Figure 4 : Statistiques sur les obligations de sociétés américaines et canadiennes à long terme

	Obligations de sociétés canadiennes à long terme	Obligations de sociétés américaines à long terme
Pondérations sectorielles choisies		
Services publics	34,7 %	13,2 %
Produits industriels	21 %	8,8%
Énergie	22,2 %	9,6 %
Santé	2,7 %	16,4 %
Technologie	0,0 %	8,4 %
Taille du marché		
Nombre d’émetteurs	113	695
Émetteurs récurrents	58	474
Taille moyenne des émissions (\$ CA, millions)	359,9 \$	1 307,1 \$

Source : Bloomberg et FTSE. Données au 30 novembre 2024. Obligations de sociétés canadiennes à long terme = indice obligataire sociétés à long terme FTSE Canada. Obligations américaines à long terme = indice Bloomberg Barclays US Long Corporate Bond. Les pondérations sectorielles sont déterminées au moyen de la classification Bloomberg BICS. La taille de l’émission est exprimée en dollars canadiens.

Bien que les avantages supplémentaires offerts par la diversification et le maintien d'un profil de durée longue puissent être évidents, la possibilité que les deux marchés divergent peut créer des défis pour la gestion du passif. En règle générale, les marchés américains et canadiens sont fortement corrélés, car leur proximité a créé une relation commerciale robuste et une profonde interdépendance financière qui font croître les deux économies en parallèle. Toutefois, les différences entre les politiques macroéconomiques et le contexte des marchés peuvent parfois entraîner des écarts entre les deux catégories d'actif. Lorsque ces divergences se produisent, elles ont une incidence sur la capacité du portefeuille à bien couvrir tout changement au passif, ce qui entraîne une augmentation de la volatilité de l'état de capitalisation. Pour aider à contrer cette situation, les gestionnaires de fonds peuvent utiliser des contrats à terme et d'autres instruments dérivés pour couvrir l'exposition du Canada aux devises américaines et à la courbe des taux au Canada. Le portefeuille a généralement cédé légèrement de son rendement pour conclure ces contrats, mais du point de vue de l'investissement guidé par le passif (IGP), la capacité de convertir et de maintenir une exposition uniquement aux fluctuations de la monnaie et de la courbe des taux au Canada est une caractéristique intéressante. Les régimes qui sont en situation de surcapitalisation pourraient trouver cette option intéressante pour la réduction du risque, car la maximisation du rendement peut ne pas être un objectif aussi important que la nécessité d'apparier la durée.

Facteur à prendre en considération pour la mise en œuvre de stratégies d'obligations de sociétés canadiennes

Alors que les régimes continuent d'examiner leurs options de réduction du risque, nous pensons qu'il serait avisé pour de nombreux régimes d'envisager d'acquérir une exposition ou d'accroître leur exposition aux obligations de sociétés canadiennes au moyen de l'une des solutions évoquées. La gestion active peut être un autre levier dont disposent les fonds dans le segment des sociétés et qui pourrait les aider à gérer leur passif. En gardant à l'esprit la gestion du risque, un gestionnaire actif pourrait travailler avec un investisseur pour l'aider à construire un portefeuille de titres qui cherche à correspondre à la durée du passif. Si la production de rendements est un facteur à prendre en considération, certaines stratégies, comme l'approche d'obligations canadiennes et américaines, peuvent également donner à un gestionnaire actif la capacité de sous-pondérer ou de surpondérer les pondérations régionales. De plus, le fait de disposer d'un plus grand nombre d'obligations parmi lesquelles choisir au niveau des titres peut aider à élargir la capacité du gestionnaire actif à potentiellement générer de la valeur. Si l'on examine les conditions actuelles du marché, les taux de rendement actuels demeurent nettement supérieurs à leur moyenne historique et représentent donc un point d'entrée intéressant pour de nombreux investisseurs. Cependant, il est important de souligner que la Banque du Canada est maintenant en mode de réduction des taux. La Banque du Canada a amorcé un cycle de réduction des taux au deuxième semestre de 2024, et d'autres réductions devraient être envisagées en 2025. Dans cette optique, si les investisseurs cherchent à profiter de taux élevés dans une catégorie d'actif qui peut potentiellement réduire la volatilité du financement, il est temps d'envisager une position en titres à revenu fixe, selon nous. ▲

Notes

- ¹ Association canadienne des gestionnaires de caisses de retraite, rapport sur la répartition de l'actif 2023. Selon les données publiées au 31 décembre 2023, la répartition de l'actif représente les médianes des organisations membres de l'Association canadienne des gestionnaires de caisses de retraite.
- ² Bloomberg, MSCI et FTSE. Données du 31 mars 2020 au 31 décembre 2024. Actions mondiales = indice MSCI Monde. Infrastructures = indice MSCI Monde Infrastructure. Immobilier = indice FTSE EPRA Nareit des FPI mondiales. Les rendements sont cumulatifs et libellés en dollars canadiens.
- ³ Indice de Mercer sur la santé financière. Les données des régimes de retraite canadiens à prestations déterminées au 30 septembre 2024 s'améliorent légèrement, car les gains du marché ont contrebalancé la baisse des taux d'intérêt. Les données sur la solvabilité sont fondées sur 450 régimes de retraite au Canada, selon la base de données sur les régimes de retraite de Mercer.
- ⁴ Beath, A. D., Betermier, S., Flynn, C. et Spehner, Q. (2021). The Canadian Pension Fund Model: A Quantitative portrait. *The Journal of Portfolio Management*, 47(5), 159-177. <https://doi.org/10.3905/jpm.2021.1.226>
- ⁵ FTSE et Bloomberg. Données au 30 novembre 2024. La mesure de durée utilisée est celle de la durée modifiée. Obligations de sociétés canadiennes à long terme = indice obligataire sociétés à long terme FTSE Canada. Obligations de sociétés américaines à long terme = indice Bloomberg Long US Corporate.

Distribué par MFS Gestion de Placements Canada Limitée.

Les points de vue exprimés dans le présent rapport sont ceux de MFS et peuvent changer sans préavis.

Sauf indication contraire, les logos ainsi que les noms des produits et services sont des marques de commerce de MFS^{MD} et de ses sociétés affiliées, qui peuvent être déposées dans certains pays.

Obligations : Les placements dans des titres de créance peuvent perdre de la valeur en raison du déclin de la qualité du crédit de l'émetteur, de l'emprunteur, de la contrepartie ou d'une autre entité responsable du remboursement, des actifs sous-jacents ou de l'évolution du contexte économique ou politique, de la situation de l'émetteur ou d'autres conditions, ou à la perception à l'égard de ces facteurs. Certains types de titres de créance peuvent être plus sensibles à ces facteurs, et donc plus volatils. Par ailleurs, les titres de créance comportent des risques de taux d'intérêt (habituellement, quand les taux d'intérêt grimpent, les cours baissent). Par conséquent, la valeur du portefeuille pourrait diminuer en période de hausse des taux d'intérêt. Les portefeuilles composés de titres de créance dont la durée est longue sont généralement plus sensibles à une hausse des taux d'intérêt que ceux dont la durée est courte. À certains moments, particulièrement pendant les périodes de turbulence boursière, la totalité ou une grande partie des segments du marché peuvent ne pas bénéficier d'un marché actif. En conséquence, il peut être difficile de déterminer la valeur de ces placements et il se peut qu'il ne soit pas possible de vendre un placement ou un type de placement en particulier à un moment donné ou à un prix acceptable. Le prix d'un titre se négociant à un taux d'intérêt négatif est soumis aux variations de taux d'intérêt, comme les autres titres de créance. Toutefois, un titre acheté à un taux d'intérêt négatif devrait produire un rendement négatif s'il est détenu jusqu'à l'échéance.

Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG^{MD} est une marque de commerce et de service de Bloomberg Finance L.P. et de ses sociétés affiliées (collectivement « Bloomberg »). Bloomberg ou les concédants de licence de Bloomberg détiennent tous les droits patrimoniaux des indices Bloomberg. Bloomberg n'approuve ni n'endosse ce document, n'offre de garantie quant à l'exactitude ou l'exhaustivité des renseignements qu'il contient ou n'offre de garantie, expresse ou implicite, relativement aux résultats pouvant être obtenus suite à leur utilisation et, dans toute la mesure où cela est permis par la loi, ne saurait être tenue responsable des blessures ou dommages pouvant en découler.

London Stock Exchange Group plc et les sociétés du groupe (collectivement, le « groupe LSE »). © Groupe LSE, 2025. FTSE Russell est le nom commercial de certaines des sociétés membres du groupe LSE. « FTSE[®] », « Russell[®] », « FTSE Russell[®] », « MTS[®] », « FTSE4Good[®] », « ICB[®] », « Mergent[®] », « The Yield Book[®] » est/sont une/des marque(s) de commerce des sociétés membres du groupe LSE concernées et est/sont utilisée(s) sous licence par toute autre société membre du groupe LSE. « TMX^{MD} » est une marque de commerce de TSX Inc. et est utilisée sous licence par le groupe LSE. Tous les droits à l'égard des données et des indices de FTSE Russell sont acquis auprès de la société membre du groupe LSE concernée à qui appartiennent l'indice ou les données. Ni le groupe LSE ni ses concédants de licence n'acceptent de responsabilité pour les erreurs ou les omissions dans les indices ou les données, et aucune partie ne peut se fier aux indices ou aux données de la présente communication. Aucune autre publication des données du groupe LSE n'est permise sans le consentement écrit de la société membre du groupe LSE concernée. Le contenu de la présente communication n'est pas promu, parrainé ou endossé par le groupe LSE.

MSCI. MSCI ne donne aucune garantie ni ne fait aucune déclaration, explicite ou implicite, et ne peut être tenue responsable quant aux données présentées dans le présent document. Il est interdit de diffuser les données de MSCI ou de les utiliser comme base pour d'autres indices, valeurs mobilières ou produits financiers. MSCI n'a pas approuvé, revu ou produit le présent document.