

Expansion des horizons : arguments en faveur des obligations mondiales dans les investissements guidés par le passif

Auteur



Jonathan Barry, FSA, CFA
Directeur général

En résumé

- L'amélioration de l'état de capitalisation des régimes à prestations déterminées (PD) et la diminution de la durée du passif offrent aux promoteurs l'occasion de réduire l'exposition aux produits dérivés et de couvrir une plus grande partie du passif au moyen d'obligations physiques.
- Les obligations mondiales de catégorie investissement peuvent compléter les stratégies d'investissement guidé par le passif (IGP) traditionnelles, en offrant un potentiel de rendements ajustés au risque intéressant tout en conservant des caractéristiques de couverture du passif cruciales.

L'approche traditionnelle de l'IGP

Au cours de la dernière décennie, les stratégies d'IGP ont été largement adoptées, 77 % des promoteurs de régime à PD indiquant employer une forme ou une autre de ces stratégies dans leur énoncé de politique de placement¹. Elles ont démontré leur efficacité au fil des ans, par des stratégies d'ajustement progressif où le risque est réduit à mesure que l'état de capitalisation s'améliore et des portefeuilles de titres à revenu fixe construits avec soin et rajustés en fonction du passif du régime selon que les taux d'intérêt augmentent ou diminuent.

Les approches d'IGP traditionnelles utilisent une combinaison d'obligations du Trésor américain et d'obligations de sociétés américaines de catégorie investissement pour créer des portefeuilles dont les profils de durée et de qualité du crédit sont comparables à ceux du passif du régime. Dans de nombreux cas, des instruments dérivés sont utilisés pour prolonger la durée au-delà de ce qui est réalisable au moyen d'obligations physiques et pour combler les différences dans le profil de durée qui ne peuvent être facilement éliminées par des obligations physiques.

Les régimes à PD ont connu un changement marqué de leur situation depuis la fin de 2021, car la hausse des taux a réduit leur passif et amélioré leur état de capitalisation. En effet, de nombreux régimes ont maintenant un état de capitalisation égal ou supérieur à 100 %, après plus d'une décennie où ils se situaient entre 80 % et 90 %². À mesure que les régimes à PD arrivent à maturité et que les participants vieillissent, la durée du passif diminue naturellement. Les taux plus élevés ont également réduit de deux à trois ans la durée typique du passif des régimes par rapport à la fin de 2021³. Un meilleur état de capitalisation et une durée plus courte du passif peuvent permettre de couvrir une plus grande part du passif au moyen d'obligations physiques. Par conséquent, les promoteurs peuvent diminuer l'exposition aux produits dérivés et aux risques de liquidité et de contrepartie qui y sont associés, tout en réduisant la surveillance inhérente aux produits dérivés.

Bien que l'augmentation de la pondération des obligations physiques passe d'abord par des obligations du Trésor américain et des obligations de sociétés américaines de catégorie investissement, nous croyons que d'autres catégories d'actif, comme les obligations mondiales de catégorie investissement, pourraient aussi jouer un rôle important dans les stratégies d'IGP.

Aperçu du marché obligataire mondial

Une connaissance approfondie du marché obligataire mondial est une première étape importante dans l'évaluation de la viabilité de cette catégorie d'actif. La figure 1 compare les principales caractéristiques des obligations de catégorie investissement mondiales, américaines et autres qu'américaines.

Figure 1 : Comparaison entre les obligations de catégorie investissement mondiales et américaines

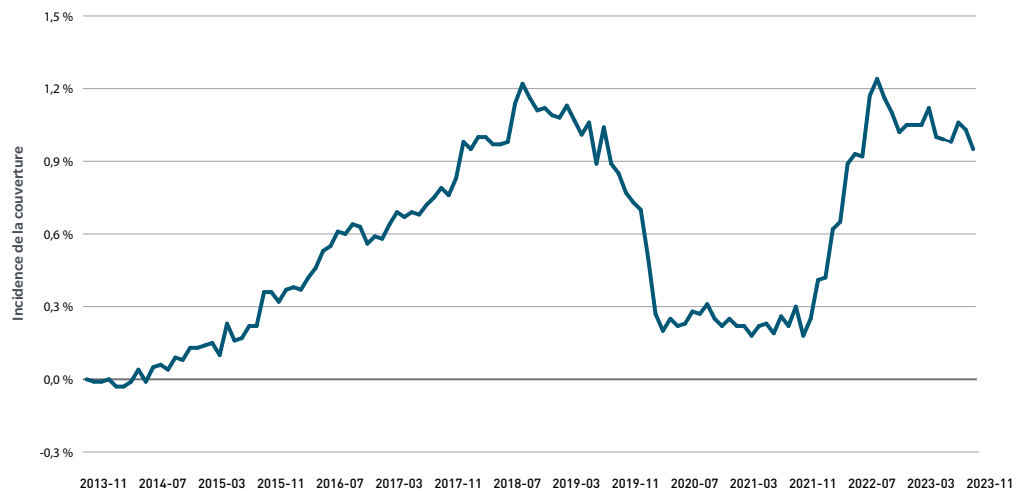
	Oblig. mondiales de cat. investissement	Oblig. américaines de cat. investissement	Oblig. autres qu'américaines de cat. investissement
Capitalisation boursière	61 900 G\$	25 600 G\$	34 800 G\$
Nombre de titres	29 613	13 380	12 987
Rendement le plus défavorable	3,93 %	5,05 %	2,97 %
Durée	6,6 ans	6,2 ans	7,1 ans
Monnaie			
\$ US	45 %	100 %	s. o.
Euro	22 %	s. o.	40 %
Yen	11 %	s. o.	19 %
Livre sterling	4 %	s. o.	7 %
Autres	18 %	s. o.	34 %
Répartition selon la qualité			
Aaa	12 %	4 %	18 %
Aa	42 %	72 %	22 %
A	32 %	12 %	47 %
Baa	14 %	13 %	14 %
Répartition selon le type de titre			
Titres du Trésor	53 %	41 %	65 %
Titres gouvernementaux	15 %	5 %	21 %
Obligations de sociétés	18 %	25 %	11 %
Créances titrisées	14 %	29 %	4 %

Source : Bloomberg, au 30 novembre 2023. Les obligations mondiales sont représentées par l'indice Bloomberg Global Aggregate, les obligations américaines, par l'indice Bloomberg US Aggregate et les obligations autres qu'américaines, par l'indice Bloomberg Aggregate ex US.

Les obligations libellées dans une monnaie autre que le dollar américain représentent plus de la moitié de l'indice Bloomberg Global Aggregate, avec plus de 34 000 milliards de dollars d'obligations émises en euros, en yens et dans d'autres monnaies, ce qui offre aux investisseurs un plus vaste éventail d'occasions. Les obligations autres qu'américaines sont réparties plus uniformément entre les catégories de qualité, le pourcentage de titres notés A étant plus élevé, et présentent également une proportion plus grande de titres gouvernementaux, comparativement aux obligations américaines.

Dans le cas des placements libellés dans des monnaies autres que le dollar américain, les investisseurs doivent tenir compte du risque de change. Les régimes à PD américains couvrent généralement leur exposition à des titres libellés dans des monnaies autres que le dollar américain, de sorte que l'actif et le passif sont libellés dans la même monnaie. Dans le contexte actuel des marchés, la couverture de l'exposition aux monnaies autres que le dollar américain peut être avantageuse pour les investisseurs américains, car la couverture de nombreuses devises, dont l'euro et le yen, comporte un coût négatif. Même si l'incidence de la couverture sur les taux obligataires varie au fil du temps, nous estimons que la couverture de l'exposition aux devises dans un portefeuille d'obligations mondiales diversifié augmenterait le taux effectif d'environ 100 points de base, comme le montre la figure 2.

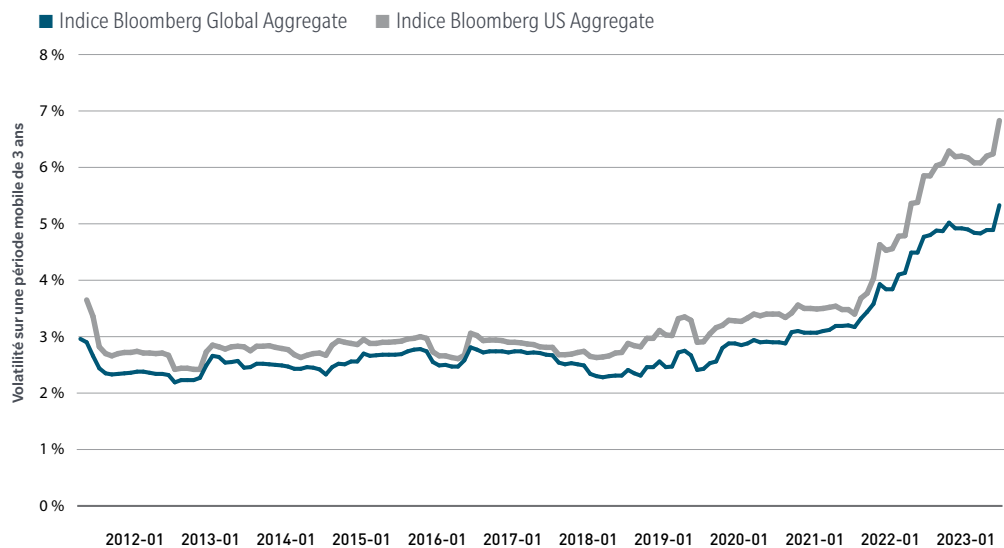
Figure 2 : Incidence historique sur les taux obligataires de la couverture en dollars américains des obligations mondiales



Source : Bloomberg, du 29 novembre 2013 au 30 novembre 2023. Selon les taux de change à terme sur 3 mois d'un panier de monnaies composé à 45 % de dollars américains, à 22,5 % d'euros, à 10 % de yens japonais, à 5 % de livres sterling et à 2,5 % de dollars canadiens, qui sont les pondérations approximatives de ces monnaies dans l'indice Bloomberg Global Aggregate (veuillez noter que 15 % de l'indice est libellé dans des monnaies qui ne sont pas couvertes dans cet exemple).

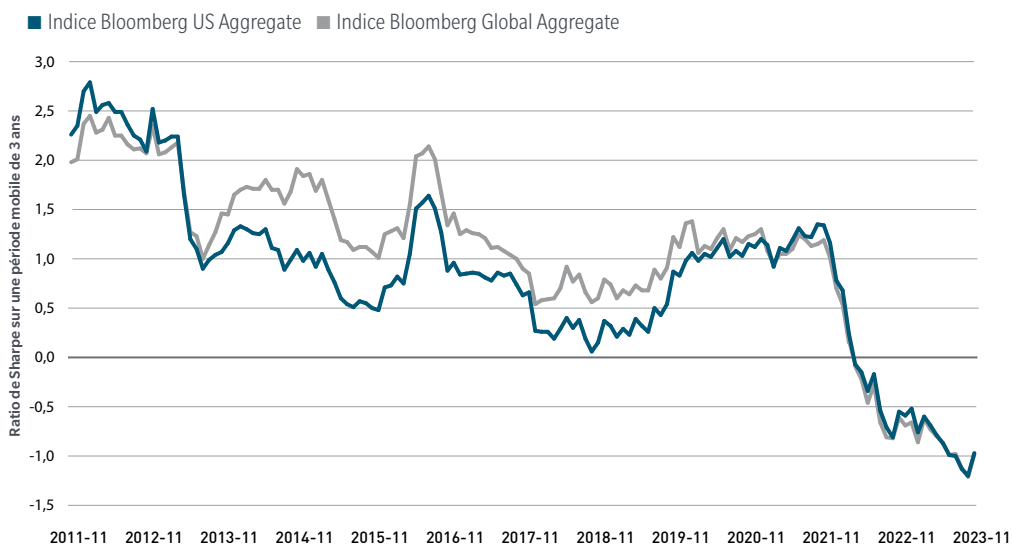
Compte tenu des avantages de la couverture, les taux obligataires mondiaux se comparent actuellement à ceux des obligations américaines, qui se situent en moyenne à environ 4,9 %. Mais les taux obligataires ne sont qu'une partie de l'histoire. Lorsqu'elles sont couvertes en dollars américains, les obligations mondiales ont affiché un écart-type plus faible et des ratios de Sharpe plus élevés que ceux des obligations américaines au cours de la dernière décennie, comme le montrent les figures 3 et 4.

Figure 3 : Volatilité sur une période mobile de 3 ans



Source : FactSet, d'après les rendements mensuels entre le 30 novembre 2008 et le 30 novembre 2023 de l'indice Bloomberg Global Aggregate (couvert en \$ US) et de l'indice Bloomberg US Aggregate.

Figure 4 : Ratio Sharpe sur une période mobile de 3 ans



Source : FactSet, d'après les rendements mensuels entre le 30 novembre 2008 et le 30 novembre 2023 de l'indice Bloomberg Global Aggregate (couvert en \$ US) et de l'indice Bloomberg US Aggregate. Le taux sans risque est établi d'après l'indice des bons du Trésor américain à 3 mois FTSE.

Les obligations mondiales dans un contexte d'IGP

Lorsque nous examinons l'application des obligations mondiales dans un contexte d'IGP, nous devons tenir compte de leur durée et de leur corrélation avec le passif des régimes et les autres catégories d'actif couramment utilisées par les régimes à PD, comme le montre la figure 5.

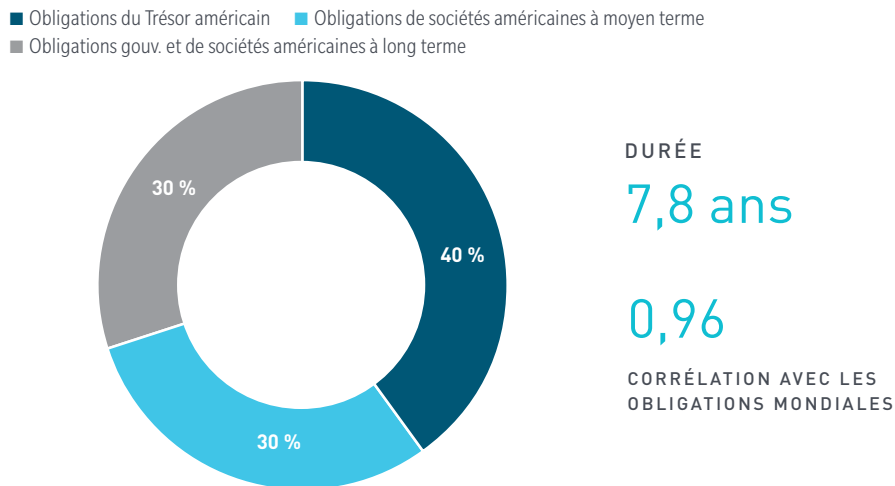
Figure 5 : Corrélation entre les obligations mondiales et les autres catégories d'actif

	Obligations mondiales (couvertes en \$ US)	Obligations américaines agrégées	Obligations de sociétés américaines à moyen terme	Obligations de sociétés américaines à long terme	Titres du Trésor américain
Obligations mondiales (couvertes en \$ US)	1,00	-	-	-	-
Obligations américaines agrégées	0,96	1,00	-	-	-
Obligations de sociétés américaines à moyen terme	0,88	0,89	1,00	-	-
Obligations de sociétés américaines à long terme	0,93	0,96	0,85	1,00	-
Titres du Trésor américain	0,88	0,93	0,70	0,89	1,00

Source : FactSet. Corrélations fondées sur les rendements mensuels entre le 30 novembre 2013 et le 30 novembre 2023 pour les indices suivants : Bloomberg Global Aggregate (couvert en \$ US), Bloomberg US Aggregate, Bloomberg US Intermediate Credit, Bloomberg US Long Government Credit et Bloomberg Global US Treasury.

Nous observons une forte corrélation entre les obligations mondiales et les actifs qui se trouvent habituellement dans les portefeuilles d'IGP. Pour aller plus loin, nous avons examiné la corrélation entre les obligations mondiales et un portefeuille d'actifs qui pourrait servir à couvrir un passif hypothétique ayant une durée d'environ huit ans, comme le montre la figure 6.

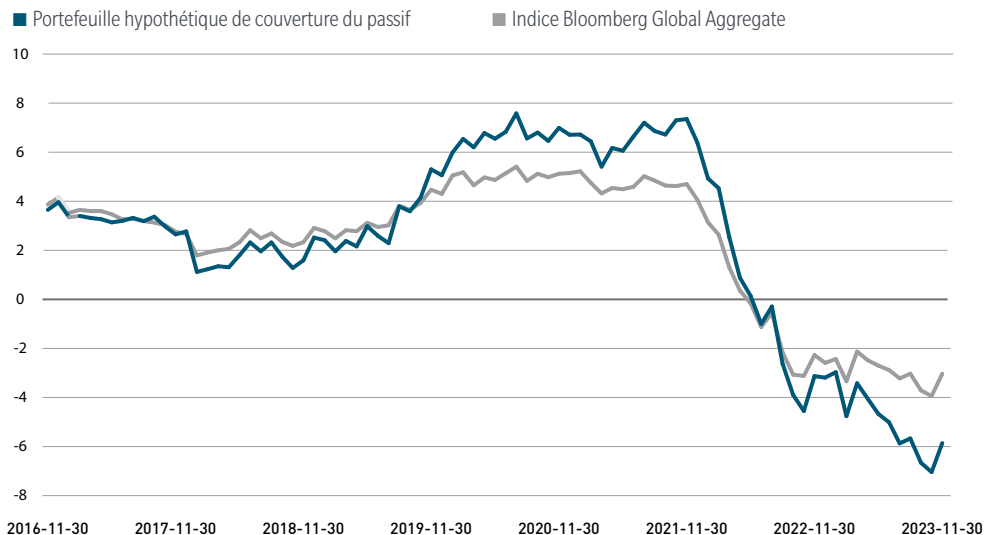
Figure 6 : Portefeuille hypothétique de couverture du passif



À titre indicatif seulement.

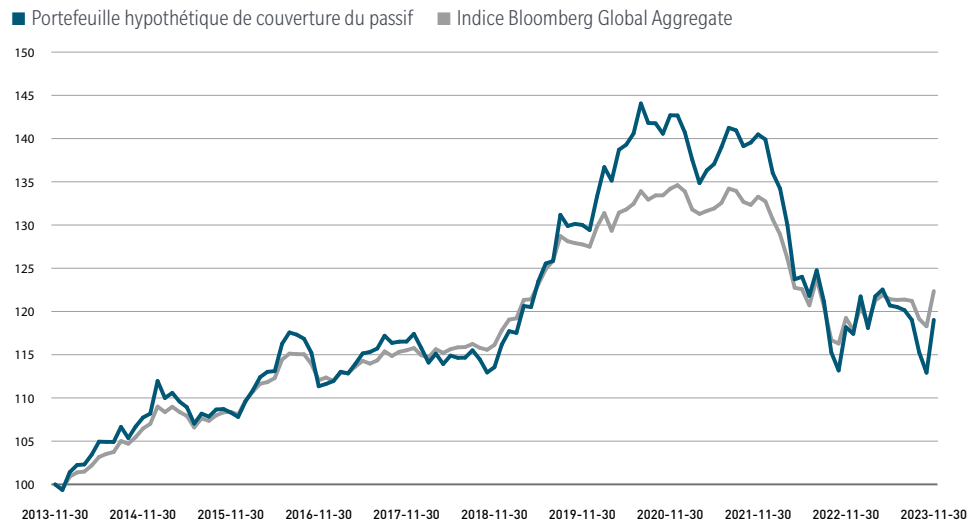
Cette forte corrélation ressort davantage lorsque nous comparons les rendements mobiles et cumulatifs des obligations mondiales à ceux d'un portefeuille de couverture du passif, comme le montrent les figures 7 et 8.

Figure 7 : Rendements sur une période mobile de 3 ans des obligations mondiales par rapport à ceux du portefeuille hypothétique de couverture du passif



LES RENDEMENTS HYPOTHÉTIQUES PRÉSENTÉS SONT RÉSERVÉS AUX FINS ILLUSTRATIVES, NE REPRÉSENTENT PAS LES NÉGOCIATIONS ACTUELLES OU LES INCIDENCES DES FACTEURS ÉCONOMIQUES ET LIÉS AUX MARCHÉS, ET SONT FONDÉS SUR UNE ANALYSE EFFECTUÉE AVEC L'AVANTAGE DU RECUL.
Source : FactSet, d'après les rendements mensuels entre le 30 novembre 2013 et le 30 novembre 2023 de l'indice Bloomberg Global Aggregate (couvert en \$ US). Pour simuler un passif ayant une durée comparable à celle de l'indice Bloomberg Global Aggregate, les rendements du portefeuille hypothétique de couverture du passif sont fondés sur un passif ayant une durée correspondant à 70 % de celle de l'indice FTSE Pension Discount Curve Short.

Figure 8 – Rendement cumulatif des obligations mondiales par rapport à celui du portefeuille hypothétique de couverture du passif



LES RENDEMENTS HYPOTHÉTIQUES PRÉSENTÉS SONT RÉSERVÉS AUX FINS ILLUSTRATIVES, NE REPRÉSENTENT PAS LES NÉGOCIATIONS ACTUELLES OU LES INCIDENCES DES FACTEURS ÉCONOMIQUES ET LIÉS AUX MARCHÉS, ET SONT FONDÉS SUR UNE ANALYSE EFFECTUÉE AVEC L'AVANTAGE DU REcul. Source : FactSet, d'après les rendements mensuels entre le 30 novembre 2013 et le 30 novembre 2023 de l'indice Bloomberg Global Aggregate (couvert en \$ US). Pour simuler un passif ayant une durée comparable à celle de l'indice Bloomberg Global Aggregate, les rendements du portefeuille hypothétique de couverture du passif sont fondés sur un passif ayant une durée correspondant à 70 % de celle de l'indice FTSE Pension Discount Curve Short.

Nous constatons que les rendements des obligations mondiales ont généralement emboîté le pas à ceux du portefeuille hypothétique de couverture du passif sur des périodes mobiles de 3 ans. Cependant, au cours des 10 dernières années, les obligations mondiales ont légèrement surpassé le portefeuille hypothétique de couverture du passif, avec un rendement annualisé de 2,04 % contre 1,76 %.

Quels types d'entités pourraient profiter des obligations mondiales?

Les obligations mondiales pourraient convenir aux régimes à PD bien capitalisés qui sont sur une bonne trajectoire d'ajustement progressif et qui cherchent à accroître leurs placements dans des obligations physiques. Notre analyse a révélé que les obligations mondiales, lorsqu'elles sont couvertes en dollars américains, peuvent être fortement corrélées avec les portefeuilles d'IGP existants, et qu'au fil du temps, elles se sont avérées efficaces pour effectuer le suivi d'un passif ayant un profil de durée comparable.

Les régimes à PD ne sont peut-être pas les seules entités susceptibles de profiter des obligations mondiales. Toutes les entités qui utilisent actuellement un portefeuille d'obligations axé sur les États-Unis pour couvrir des passifs sensibles aux taux d'intérêt, comme les compagnies d'assurance, les fonds de dotation et les fondations, pourraient trouver que les obligations mondiales sont un complément intéressant aux obligations du Trésor et aux obligations de sociétés américaines traditionnelles.

Bien que notre analyse se soit concentrée sur le bêta des obligations mondiales, nous croyons qu'une approche active à l'égard de cette catégorie d'actif offre la possibilité de générer un rendement supplémentaire au moyen de la répartition, tant sur le plan de l'actif et de la qualité que sur le plan géographique et sectoriel, ainsi que de la sélection des titres dans le contexte d'un plus vaste univers d'émissions. Nous reviendrons sur ce thème dans un prochain article. ▲

Notes

¹ Source : 2022 Pension Sponsor Survey, Vanguard.

² Sources : 2023 Corporate Pension Funding Study, Milliman, avril 2023; Pension Funding Index, Milliman, novembre 2023.

³ Source : FTSE Pension Discount Curve, données au 30 novembre 2023. Le taux d'actualisation de régime à « moyen terme » a augmenté, passant de 2,74 % au 31 décembre 2022 à 5,28 % au 30 novembre 2023, tandis que la durée a diminué, passant de 16,83 ans à 13,41 ans au cours de la même période. Le taux d'actualisation de régime à « court terme » a augmenté, passant de 2,63 % à 5,26 % et la durée a diminué, passant de 13,42 ans à 10,96 ans au cours de la même période.

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 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.

Le présent document est à caractère purement indicatif et est fourni à des fins générales et éducatives seulement. Il n'est pas adapté aux besoins d'un investisseur en particulier et ne vise pas à donner des conseils de placement ni à servir comme base à la prise de décisions de placement. MFS ne fournit pas de conseils juridiques et les renseignements fournis aux présentes sont de nature générale et ne doivent pas être considérés comme des conseils juridiques. Consultez un avocat au sujet des aspects juridiques propres à votre plan.

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 par suite de leur utilisation et, dans toute la mesure où cela est permis par la loi, ne saurait être tenue responsable des préjudices ou dommages pouvant en découler.

Source : FTSE International Limited (« FTSE ») © FTSE, 2024. « FTSE[®] » est une marque de commerce des sociétés membres du London Stock Exchange Group et est utilisée par FTSE International Limited sous licence. Tous les droits dans les indices ou les notations de FTSE sont dévolus à FTSE ou à ses concédants de licence. FTSE et ses concédants de licence déclinent toute responsabilité quant aux erreurs ou omissions dans les indices ou les notations de FTSE ou les données sous-jacentes, et aucune partie ne peut se fier aux indices ou aux notations de FTSE ou aux données sous-jacentes de la présente communication. Aucune autre diffusion des données de FTSE n'est autorisée sans l'accord écrit de FTSE. FTSE n'appuie pas la présente communication, ne l'endosse pas et n'en fait pas la promotion.

Les opinions exprimées dans le présent document sont celles du Groupe des solutions de placement de MFS au sein de l'unité de distribution de MFS et peuvent différer de celles des gestionnaires de portefeuille ainsi que des analystes de recherche de MFS. Ces opinions peuvent changer sans préavis et ne doivent pas être interprétées comme des conseils de placement, des recommandations de titres ou une indication d'intention de placement du conseiller au nom de MFS.

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.

Distribué par : **États-Unis** – MFS Institutional Advisors, Inc. (« MFSI »), MFS Investment Management et MFS Fund Distributors, Inc., membre de la SIPC; **Amérique latine** – MFS International Ltd.; **Canada** – MFS Gestion de Placements Canada Limitée. **Note à l'intention des lecteurs du Royaume-Uni et de la Suisse** : Publié au Royaume-Uni et en Suisse par MFS International (UK) Limited (« MIL UK »), une société privée à responsabilité limitée inscrite en Angleterre et au pays de Galles sous le numéro 03062718, dont les activités de placement sont autorisées et réglementées par la UK Financial Conduct Authority. Le siège social de MIL UK, filiale indirecte de MFS^{MD}, se trouve au One Carter Lane, Londres (EC4V 5ER), au Royaume-Uni. **Note à l'intention des lecteurs européens (hors Royaume-Uni et Suisse)** : Publié en Europe par MFS Investment Management (Lux) s. à r. l. (MFS Lux) – société autorisée en vertu des lois du Luxembourg en tant que société de gestion pour les fonds domiciliés au Luxembourg – les deux offrent des produits et des services de placement aux investisseurs institutionnels. Le siège social de cette société à responsabilité limitée se situe au 4, rue Albert Borschette, Luxembourg L-1246. Tél. : 352 2826 12800. Le présent document est réservé aux investisseurs professionnels (dans la mesure où les organismes de réglementation locaux le permettent). On ne doit pas s'y fier et il ne doit pas être distribué si cela contrevient à la réglementation locale; **Singapour** – MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M); **Australie/Nouvelle-Zélande** – MFS International Australia Pty Ltd (« MFS Australia ») (ABN 68 607 579 537) détient le permis numéro 485343 pour la prestation de services financiers en Australie. MFS Australia est régie par l'Australian Securities and Investments Commission; **Hong Kong** – MFS International (Hong Kong) Limited (« MIL HK »), une société privée à responsabilité limitée inscrite auprès de la Hong Kong Securities and Futures Commission (« SFC ») et réglementée par celle-ci. MIL HK est autorisée à exercer des activités réglementées de négociation de titres et de gestion d'actifs, et peut fournir certains services de placement à des « investisseurs professionnels » au sens de la *Securities and Futures Ordinance* (« SFO »); **pour les investisseurs professionnels en Chine** – MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, Chine, une entreprise chinoise à responsabilité limitée réglementée pour fournir des services-conseils en gestion financière; **Japon** – MFS Investment Management K.K. est inscrite à titre d'opérateur d'instruments financiers, Kanto Local Finance Bureau (FIBO) No. 312, membre de l'Investment Trust Association du Japon et de la Japan Investment Advisers Association. Comme les frais assumés par les investisseurs varient selon les circonstances (produits, services, période de placement, conditions du marché, etc.), le montant total et les méthodes de calcul ne peuvent être indiqués à l'avance. Tous les placements comportent des risques, y compris les fluctuations de marché, et les investisseurs peuvent perdre le capital investi. Avant de faire des placements, les investisseurs devraient obtenir et lire attentivement le prospectus et les documents indiqués dans l'article 37-3 de la *Financial Instruments and Exchange Act*.