

Évolution de notre composition stratégique de l'actif

Prise en compte des grands changements durables au sein de l'économie et des marchés des capitaux



11 JUIN 2020



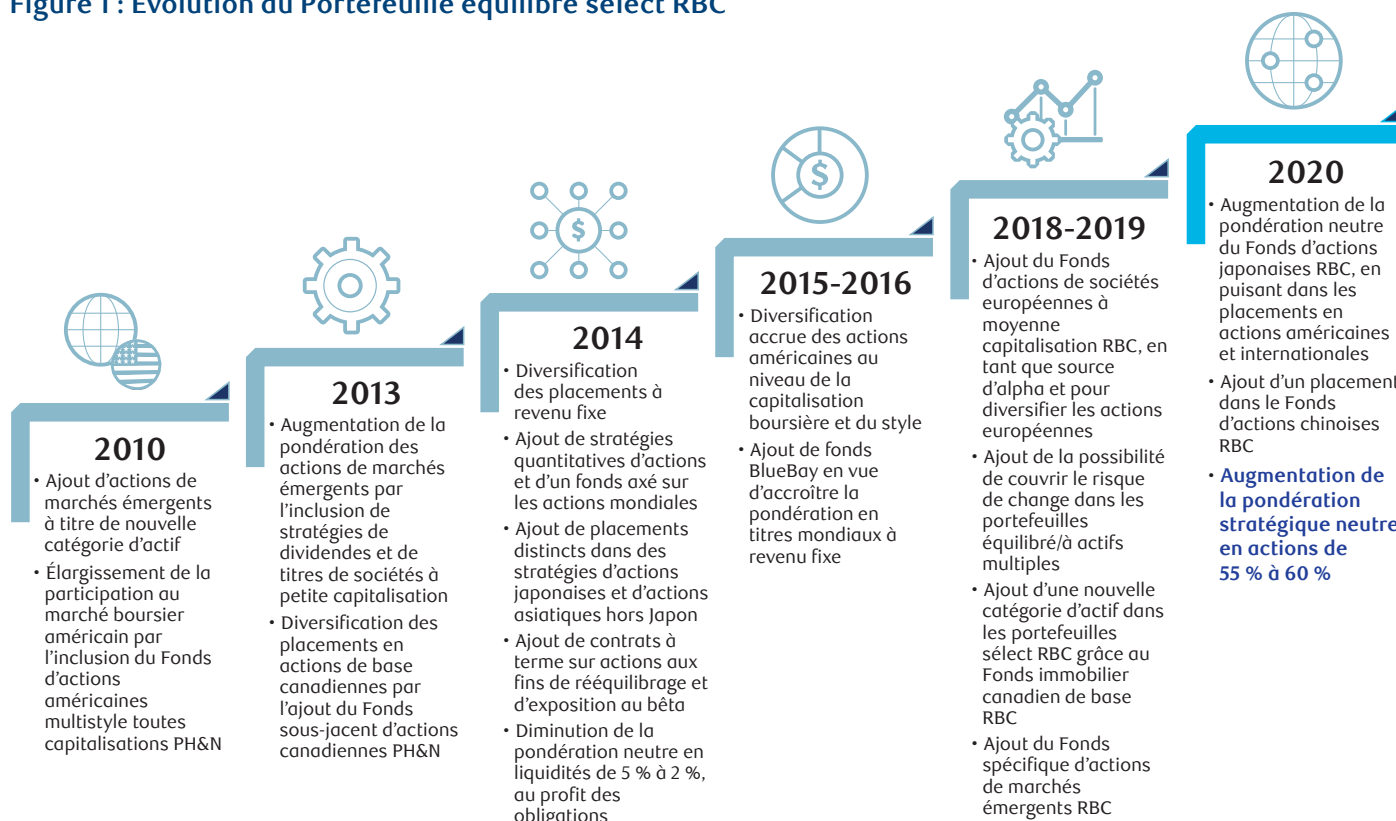
Daniel E. Chornous, CFA
 Chef des placements
 RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

La détermination de la composition stratégique de l'actif est sans doute la décision la plus importante d'un investisseur, qu'il soit le promoteur d'un régime de retraite ou un particulier épargnant dans un but précis. Il s'agit d'un long parcours. Au fil du temps, les actifs auxquels les investisseurs ont accès se multiplient, les prévisions de rendements relatifs et absolus se transforment et les relations entre les différents actifs évoluent de manière imprévisible. Aucune combinaison d'actifs ne demeurera optimale dans le cadre d'un programme d'épargne et de placement à long terme.

Les compositions stratégiques de l'actif des divers programmes de placement équilibrés et en actifs multiples gérés par RBC Gestion mondiale d'actifs sont en constante évolution. L'effet combiné de la croissance interne et des fusions nous a permis de mondialiser notre programme de placement, d'élargir notre portée à différentes catégories

d'actif et de renforcer nos capacités liées à chacune d'elles. Rien qu'au cours des dix dernières années, nous avons ajouté une vingtaine de nouvelles stratégies au Portefeuille équilibré sélect RBC, tout en éliminant les stratégies moins utiles. Le fonds a maintenant une portée qui va bien au-delà des marchés relativement étroits et illiquides du Canada.

Figure 1 : Évolution du Portefeuille équilibré sélect RBC



Il a étoffé ses positions en titres de créance américains, mondiaux et des marchés émergents, tout en acquérant de nouvelles capacités liées aux actions internationales et de pays émergents et aux approches quantitatives et à style prépondérant en matière de placements (voir la figure 1).

Divers changements survenus au sein de l'économie et des marchés des capitaux, dont certains qui se sont produits lentement ou récemment, démontrent qu'il faut prêter une attention particulière et immédiate à la composition stratégique de l'actif.

- Le taux d'intérêt réel mondial a chuté de plus de 450 points de base au cours des 40 dernières années. Des forces lentes soutiennent cette tendance et elles ne changeront probablement pas durant le cycle à venir. Les taux d'intérêt réels pourraient donc se maintenir près de 0 % ou de 1 % pendant très longtemps.
- En tant que « taux sans risque », le taux d'intérêt réel est le taux de rendement de base de toutes les catégories d'actif. Si les autres facteurs demeurent constants, la chute du taux réel réduit les rendements que l'on pourrait sans doute tirer d'autres options de placement.
- Le recul des taux réels et la grande faiblesse de l'inflation ont fait tomber les taux des obligations à des creux historiques. Les investisseurs en titres à revenu fixe tirent donc actuellement des revenus moindres de leurs positions et composent avec une volatilité accrue du fait de l'allongement des durations.
- L'ensemble complet du revenu, de la modification du risque et de la sécurité qu'offrent les obligations d'État constitue désormais un arrimage beaucoup moins efficace pour les solutions équilibrées et en actifs multiples.
- Les gestionnaires de portefeuille seront récompensés par la refonte des programmes en actifs multiples afin d'y inclure des actifs qui, dans la mesure du possible, reproduisent les avantages antérieurs des obligations d'État en particulier, tout en contribuant à des rendements de portefeuilles semblables à ceux compris dans les programmes d'épargne et de placement.
- Certaines combinaisons visant à augmenter la pondération des « actifs risqués » comme les actions et actifs offrant les caractéristiques de diversification ou de revenu des titres à revenu fixe sont opportunes. Ces propositions sont appariées. Si elles ne le sont pas, les portefeuilles présenteront des déséquilibres supplémentaires.
- Conformément à notre approche de gestion des actifs en constante évolution, et compte tenu de l'importance

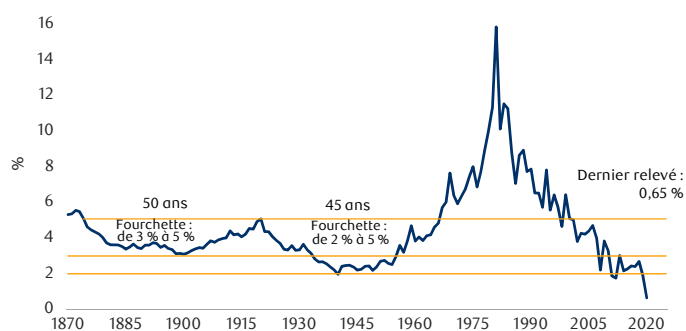
des changements en cours, nous rajustons à la hausse le point central de notre pondération permise en actions pour beaucoup de nos solutions équilibrées, y compris les portefeuilles sélect RBC. Pour limiter le surcroît de volatilité découlant de l'accroissement des pondérations en actions, nous continuerons de favoriser l'efficacité des portefeuilles par l'ajout et la réduction périodiques de composantes de catégories d'actif et de portefeuilles. Pour un portefeuille individuel, nous croyons que l'importance que nous accordons à la détermination et à la gestion exhaustives des risques, tout en cherchant un rendement alpha durable grâce à la sélection des titres, bonifiera la valeur et atténuera la volatilité.

Les causes profondes de la chute des taux d'intérêt

Le taux des obligations du Trésor à 10 ans est passé de 15,8 % à 0,5 % au cours des 40 dernières années et se situe à présent à son niveau le plus bas depuis 150 ans (figure 2). Cette évolution se répercute sur tous les aspects des portefeuilles en actifs multiples. Elle influe sur les possibilités de revenu et de rendement, ainsi que sur la volatilité prévisible et les corrélations entre les actifs à court et à long terme. Pour simplifier, *les portefeuilles équilibrés et en actifs multiples ne produiront pas, dans les années à venir, les rendements qu'ils ont pu générer dans le passé si on ne s'attaque pas à cette tendance lourde et durable sur les marchés de titres à revenu fixe.*

Il ne faut pas s'attendre à voir la chute des taux d'intérêt s'inverser au cours du prochain cycle, ni, vraisemblablement, pendant un certain nombre de cycles par la suite. Outre

Figure 2 : Taux des obligations américaines à dix ans



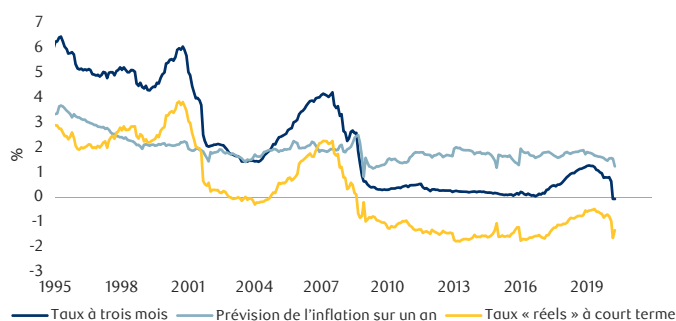
Nota : Au 29 mai 2020. Sources : RBC GMA, RBC MC

la longue baisse de l'inflation, bien des facteurs entrent en jeu. Les taux d'intérêt réels (après déduction du taux d'inflation) ont plongé dans le monde entier, et les causes de cette évolution laissent penser que ce déclin pourrait être relativement durable (figure 3).

Dans un article de 2015, des économistes de la Banque d'Angleterre (BdA)¹ ont analysé l'affaiblissement constant des taux d'intérêt réels et avancé différentes causes pour en expliquer la chute de 450 points de base depuis 1980. En théorie, ce sont les prévisions de croissance à long terme et la tendance des collectivités à choisir entre épargne et consommation qui déterminent les taux d'intérêt réels. La figure 4 décompose, selon ses facteurs principaux, la baisse des taux d'intérêt réels depuis 40 ans. Il est à noter que la démographie explique une cause importante de la chute en raison, d'une part, de l'évolution des préférences des populations vieillissantes en matière d'épargne et de placements et, d'autre part, de l'évolution des préférences découlant du rétrécissement de la cellule familiale et de l'amélioration du niveau de vie dans les économies émergentes. Si ces préférences convergentes reflètent bien les décennies de forte croissance qu'ont connues les pays émergents, elles laissent croire aussi que la croissance économique devrait désormais avoir tendance à s'amenuiser, dans la mesure où l'écart entre les économies développées et émergentes s'est rétréci. Qui plus est, les tendances démographiques se dessinent lentement et sont de ce fait

¹ Lukasz Rachel et Thomas D. Smith (décembre 2015). Document de travail n° 571 de la Banque d'Angleterre : « Secular drivers of the global real interest rate ».

Figure 3 : Taux réels à court terme dans les marchés développés



Nota : Au 30 avril 2020. Les taux obligataires et l'inflation sont pondérés en fonction du PIB et établis d'après les données de 20 pays développés. Sources : Banque d'Angleterre, FMI, Consensus Economics, RBC GMA

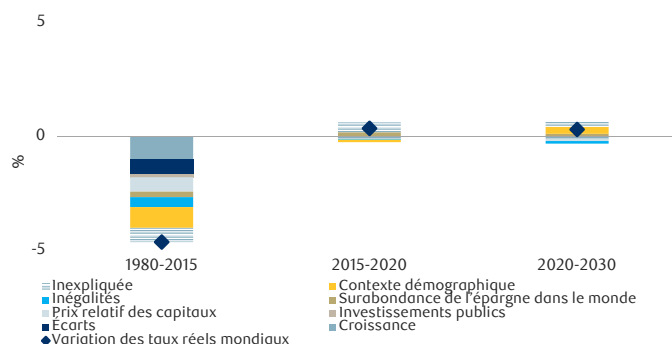
relativement faciles à prévoir. Ces changements et leur incidence sur les taux d'intérêt réels ne sont pas près de s'inverser.

Le choc de la COVID-19 a accentué la tendance à la baisse de la croissance du PIB. Dans un article intitulé « Growth in a Time of Debt »², Reinhart et Rogoff se sont penchés sur les taux de croissance du PIB de 20 pays dont les ratios dette/PIB diffèrent. Alors que la crise financière de 2007-2009 tirait à sa fin, ils affirmaient que la croissance resterait anémique tout au long du cycle à venir, car le poids de la dette nationale des principales économies du monde avait dépassé des seuils qui avaient, dans le passé, coïncidé avec une baisse marquée de la production. De façon générale, la croissance annuelle du PIB de ces pays avait ralenti de plus de 1,5 % lorsque le ratio dette/PIB avait franchi la barre des 90 %, et le phénomène n'avait épargné aucun pays du G7. Exception faite de l'Allemagne, les colossaux programmes d'aide mis en place par les gouvernements pour réagir à la crise de la COVID-19 entraîneront les ratios des pays du G7 largement au-dessus de ce seuil critique (figure 5).

En se fondant sur l'évolution prévisible des facteurs ayant contribué à la chute des taux d'intérêt réels, les économistes de la BdA estimaient que ces derniers devraient stagner durant des années à 1 % ou moins. Ces prévisions remontent maintenant à cinq ans. Depuis la publication de cet article, les taux d'intérêt réels ont fluctué entre -0,5 % et 1,1 % aux

² Carmen M. Reinhart et Kenneth S. Rogoff (mai 2010). « Growth in a Time of Debt ».

Figure 4 : Déterminants à long terme des taux d'intérêt réels mondiaux – Évolution du taux neutre mondial



Nota : Au 31 décembre 2015. Sources : Banque d'Angleterre, RBC GMA

États-Unis, en suivant globalement une tendance à la baisse. En ce qui concerne le Canada et le G7, les taux d'intérêt réels ont varié dans des fourchettes respectives de -0,6 % à 0,6 % et de -1,9 % à 1,1 %.

Pourquoi s'intéresser au taux d'intérêt réel ?

Le taux d'intérêt réel à court terme correspond en théorie au taux de rendement de base d'un placement sans risque. Il est possible d'obtenir des rendements supérieurs moyennant des « primes de risque ». Les primes de risque courantes peuvent consister à conserver pendant plus longtemps un placement, à accepter un certain risque de défaillance (risque de crédit), à renoncer à la faculté de liquider rapidement une position, voire à se retrouver devant un marché paralysé (risque de liquidité), à accepter que les variations à la hausse ou à la baisse des rendements de l'indice boursier et leur amplitude aient une incidence sur toutes les sociétés cotées (bêta du marché boursier) ou à réaliser des gains ou des pertes exclusivement liés aux activités d'une société donnée (risque idiosyncratique ou alpha de la sélection de titres) afin d'obtenir un rendement supérieur.

La figure 6 illustre l'incidence que peut avoir un faible taux d'intérêt réel sur le rendement des principales catégories d'actif. Dans l'hypothèse où le taux d'intérêt réel est égal à 0 % et où l'inflation finira par atteindre le taux de 2 % visé par la Réserve fédérale américaine, le taux de l'obligation du Trésor américain à dix ans s'établit à 3,5 % lorsqu'on y ajoute la prime de terme moyenne des obligations du Trésor à dix ans. Le rendement à l'échéance d'une obligation du Trésor au moment de son acquisition est un des indicateurs qui offrent une des meilleures prévisions de son rendement à dix ans (figure 7). Dès lors, le chiffre de 3,5 %, voire moins, peut être une base raisonnable pour estimer les rendements futurs des obligations. Si on y ajoute la prime de risque sur actions moyenne à long terme de 3,6 %, rendement attendu du marché boursier monte à 7,1 %. Un fonds équilibré simple dont l'actif se compose à 60 % d'actions et à 40 % de titres à revenu fixe devrait donc viser un rendement de 5,7 %.

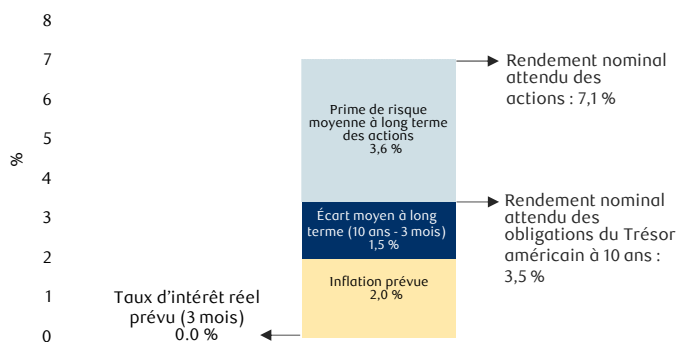
Le tableau de la figure 8 présente les rendements globaux annuels composés des actions et obligations américaines pendant différentes périodes jusqu'en mai 2020. À 3,5 %, la prévision de rendement des obligations est inférieure au résultat obtenu pour chacune de ces périodes passées. Exception faite du rendement des actions pour les 20 dernières années (qui est réduit par le fait que le calcul débute vers le sommet de la bulle technologique), les prévisions de rendement annuel du marché boursier sont inférieures de 2,5 % à 6,1 % aux résultats des périodes passées, et la prévision de rendement de 5,7 % d'un portefeuille équilibré réparti à raison de 60 % et de 40 % entre

Figure 5 : Ratios mondiaux dette brute/PIB et prévisions du FMI

	É.-U.	Canada	France	Allemagne	Italie	Japon	R.-U.
2009	86,7	79,3	83,0	73,0	116,6	200,9	63,3
2010	95,5	81,2	85,3	82,4	119,2	207,7	74,6
2011	99,8	81,8	87,8	79,8	119,7	221,9	80,1
2012	103,3	85,4	90,6	81,1	126,5	228,7	83,2
2013	104,9	86,1	93,4	78,7	132,4	232,2	84,2
2014	104,6	85,6	94,9	75,7	135,3	235,8	86,2
2015	104,8	91,2	95,6	72,1	135,3	231,3	86,9
2016	106,8	91,7	98,0	69,2	134,8	236,4	86,8
2017	105,9	90,5	98,4	65,3	134,1	234,5	86,2
2018	106,9	89,7	98,4	61,9	134,8	236,5	85,7
2019	109,0	88,6	98,5	59,8	134,8	237,4	85,4
2020	131,1	109,5	115,4	68,7	155,5	251,9	95,7
2021	131,9	108,6	116,4	65,6	150,4	247,6	95,8
Sommet précédent	109,0	100,2	98,4	73,0	135,3	237,4	86,9
Ratio déficit/PIB prévu pour 2020	-15,4	-11,8	-5,5	-9,2	-8,3	-7,1	-8,3

Nota : = pic anticipé. Source : FMI

Figure 6 : Modélisation des rendements nominaux selon la prime de risque



Nota : Au 29 mai 2020. Sources : Bloomberg, RBC GMA

les actions et les obligations est inférieure à tous les chiffres présentés dans l'exemple. Bien que cette analyse repose sur des combinaisons simples d'actifs et sur une modélisation très élémentaire des rendements futurs, elle montre que les rendements des portefeuilles équilibrés seront probablement inférieurs à ceux des décennies passées et même aux niveaux de rendement pris en compte dans les prévisions des investisseurs et leurs régimes d'épargne et de placement. Nos prévisions actuelles de rendement à long terme des principales catégories d'actif ne sont pas très éloignées de ces estimations (voir l'annexe I).

La baisse des rendements des portefeuilles d'obligations, d'actions et en actifs multiples n'est pas la seule difficulté que pose aux investisseurs l'extrême faiblesse du taux d'intérêt réel. À moins d'une hausse improbable de l'inflation, les taux d'intérêt nominaux (déduction non faite de l'inflation) resteront bas, même lorsque la croissance de l'économie aura repris et que des pressions cycliques se feront sentir. Cela signifie que les revenus d'intérêts dans les portefeuilles de titres à revenu fixe et en actifs multiples resteront inférieurs à leur normale historique. Le taux d'intérêt nominal moyen des obligations canadiennes était de l'ordre de 7,4 % il y a 20 ans. Ce taux s'établit aujourd'hui à 3,3 %.

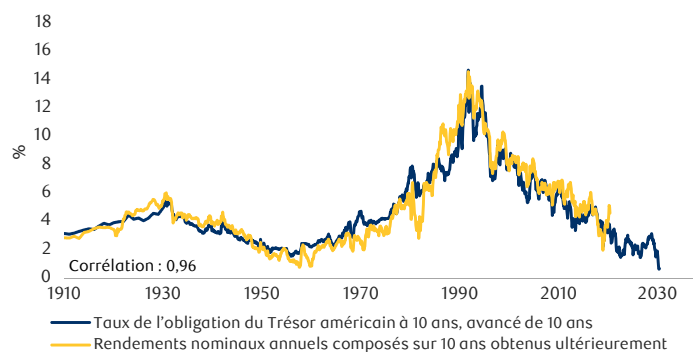
La faiblesse des taux d'intérêt entraîne aussi un allongement de la durée et une hausse de la volatilité de la composante à revenu fixe des portefeuilles. Dans ce contexte, la stabilité que procurent les obligations, caractéristique essentielle et très prisée des portefeuilles équilibrés, est fortement réduite.

Les résultats peuvent être améliorés...

Il est possible d'améliorer ces perspectives de rendement. Par exemple, on peut rehausser le profil de risque d'un portefeuille en ajustant la pondération relative des actifs qui le composent (augmenter la portion en actions et réduire la portion en obligations d'État) afin de rehausser le potentiel de rendement. On peut également ajouter de nouveaux actifs aux placements existants ; évaluer et gérer activement les primes de risque de manière à accroître l'efficacité du portefeuille ; recourir à l'effet de levier ; ou encore créer un mélange judicieux de toutes ces solutions.

L'incidence de la diminution des taux sur la volatilité du portefeuille pourrait par ailleurs être atténuée en combinant des actifs ayant une corrélation relativement faible avec les actions. De plus, la perte de revenus liée à la chute des taux d'intérêt nominaux pourrait être contrebalancée en partie par l'ajout de titres à revenu fixe et d'autres instruments dont les taux de versement dépassent ceux des obligations d'État. Le marché fonctionne d'une telle façon « que rien ne s'obtient sans rien » ; cela dit, on peut éviter de subir le plein impact de la baisse des taux obligataires.

Figure 7 : Obligation du Trésor américain à dix ans et rendements



Nota : Au 29 mai 2020. Sources : Deutsche Bank, Haver Analytics, RBC MC

Figure 8 : Rendements passés
Rendements globaux annuels composés

	1 an	5 ans*	10 ans*	20 ans*	30 ans*	40 ans*
Obligations	11,4 %	3,9 %	3,6 %	4,9 %	5,8 %	7,2 %
Actions	12,8 %	9,9 %	13,2 %	5,9 %	9,6 %	11,5 %
Portefeuille équilibré hypothétique (60/40)	13,1 %	7,8 %	9,6 %	5,9 %	8,4 %	10,1 %

Nota : Données au 29 mai 2020. * Les rendements pour les périodes supérieures à un an sont annualisés.

Obligations = indice de rendement global de titres du Trésor américain Bloomberg Barclays (USD – Non couvert)

Actions = indice de rendement global S&P 500

Portefeuille équilibré (60/40) = 60 % en actions + 40 % en obligations, rééquilibré chaque mois. Il est impossible d'investir directement dans un indice. Les données ne tiennent pas compte des frais liés aux opérations, des frais de gestion des placements et des taxes ou impôts. Si ces coûts et ces frais étaient pris en compte, les rendements seraient plus bas. Les rendements antérieurs ne sont pas garants des résultats futurs.

Source : RBC GMA

... en augmentant la pondération des actions...

Pour beaucoup, l'augmentation de la pondération en actions constituera une bonne première étape. Si, comme le laisse entendre l'analyse ci-dessus, les obligations de aient n'apporter que 3,5 % par année, l'ajout d'actions, lesquelles pourraient rapporter près de 7 %, est logique, pourvu que les investisseurs aient un horizon temporel suffisamment éloigné pour ne pas être dérangés par l'augmentation de la volatilité qui en résultera. La figure 9 illustre les rendements et la volatilité sur périodes mobiles de deux portefeuilles identiques, en fonction des données enregistrées sur le marché au cours des 70 dernières années. L'un d'eux est

composé à 55 % en actions et à 45 % en titres à revenu fixe (55/45), et l'autre, à 60 % en actions et à 40 % en titres à revenu fixe (60/40). Bien que le rendement du portefeuille 60/40 dépasse celui du portefeuille 55/45 pour toutes les périodes de détention, la volatilité du premier, mesurée en écart type des rendements, est elle aussi plus élevée au cours des premières années, mais rejoint pratiquement celle du portefeuille 55/45 à partir de la cinquième à la dixième année et par la suite. Le ratio Sharpe, qui évalue la mesure dans laquelle une hausse de la volatilité est compensée par une hausse des rendements, valide la pertinence d'un ajout de placements en actions, puisque les résultats dégagés par le portefeuille 60/40 sont supérieurs peu importe la période étudiée. Dans cet exemple simple, les investisseurs semblent raisonnablement bien récompensés d'avoir accepté un parcours un peu plus difficile à court terme pour obtenir des rendements supérieurs à long terme.

... tout en limitant la volatilité

Sous cet angle, le compromis semble bon, mais l'horizon temporel de l'investisseur reste un facteur important à prendre en compte. La figure 9 montre que même si les portefeuilles ont des taux de réussite similaires (pourcentage

de périodes de rendements positifs), le portefeuille 60/40 a atteint des sommets plus élevés et des creux plus bas (meilleurs/pires rendements sur périodes mobiles). La figure 10 illustre quant à elle la fréquence de la chute de la valeur des portefeuilles sous leur valeur initiale sur des périodes de détention de 1 mois à 30 ans. Dans les deux cas, cela ne s'est jamais produit pendant des périodes de plus de dix ans, cela s'est rarement produit au-delà d'une période de détention de cinq ans et, surtout, il n'y a pas beaucoup de différence entre les taux de réussite des deux portefeuilles, quelle que soit la période retenue. Les investisseurs dont l'horizon temporel dépasse cinq ans ont probablement intérêt à maintenir une plus forte pondération en actions.

Une partie de la volatilité supplémentaire découlant d'une pondération accrue en actions peut être atténuée en surveillant de près certaines caractéristiques précises du rendement généré par les portefeuilles d'actions. Les rendements des actions prises séparément et des portefeuilles dans leur ensemble peuvent être attribués à des sources très spécifiques (encore une fois : la « prime de risque »), notamment à différents facteurs et styles de placement. Les facteurs concernent les forces macroéconomiques, comme le degré de sensibilité aux taux d'intérêt, aux prix du pétrole, etc.

Figure 9 : Statistiques sur le rendement d'un portefeuille équilibré hypothétique
Rendements globaux fondés sur des périodes mensuelles mobiles de janvier 1950 à mai 2020

		Moyenne	Écart type	Taux de réussite [^]	Max.	Min.	Ratio Sharpe*
Portefeuille équilibré (55 % A, 45 % RF)	1 mois	0,7 %	2,5 %	65,0 %	9,9 %	-9,6 %	S.O.
	1 an	9,4 %	9,9 %	82,9 %	46,0 %	-21,2 %	0,64
	3 ans	8,7 %	5,6 %	93,2 %	26,6 %	-4,9 %	0,46
	5 ans	8,6 %	4,6 %	99,9 %	23,2 %	-1,0 %	0,40
	10 ans	8,4 %	3,5 %	100,0 %	16,4 %	1,0 %	0,29
	20 ans	8,6 %	2,5 %	100,0 %	14,6 %	5,0 %	0,23
	30 ans	9,1 %	1,2 %	100,0 %	11,7 %	6,5 %	0,22
Portefeuille équilibré (60 % A, 40 % RF)	1 mois	0,8 %	2,7 %	64,9 %	10,7 %	-10,7 %	S.O.
	1 an	9,7 %	10,5 %	82,6 %	47,7 %	-23,2 %	0,67
	3 ans	9,0 %	5,9 %	91,4 %	27,3 %	-5,6 %	0,47
	5 ans	8,9 %	4,8 %	99,6 %	23,9 %	-1,7 %	0,41
	10 ans	8,7 %	3,7 %	100,0 %	16,7 %	0,5 %	0,30
	20 ans	8,8 %	2,6 %	100,0 %	15,0 %	5,1 %	0,23
	30 ans	9,3 %	1,2 %	100,0 %	12,0 %	6,8 %	0,23

Nota : Utilisation de l'indice S&P 500 à titre d'indicateur pour les actions (A). Utilisation des obligations du Trésor américain à 10 ans à titre d'indicateur pour les titres à revenu fixe (RF). Les données remontent jusqu'en 1950. [^]Taux de réussite : fréquence des rendements positifs. *Ratio Sharpe calculé en tant que rendement moyen, divisé par l'écart type de ces rendements. Les rendements pour les périodes supérieures à un an sont annualisés. Il est impossible d'investir directement dans un indice. Les données ne tiennent pas compte des frais liés aux opérations, des frais de gestion des placements et des taxes ou impôts. Si ces coûts et ces frais étaient pris en compte, les rendements seraient plus bas. Les rendements antérieurs ne sont pas garants des résultats futurs. Source : RBC GMA

Les styles de placement donnent une idée de la mesure dans laquelle les rendements d'un titre donné évoluent en phase avec la tendance de l'indice (bêta boursier) ou suivent de près les actions présentant des profils similaires (croissance, valeur, momentum ou toute une série d'autres descripteurs). La partie des rendements qui ne peut être expliquée par des facteurs et des styles est considérée comme étant de l'alpha spécifique.

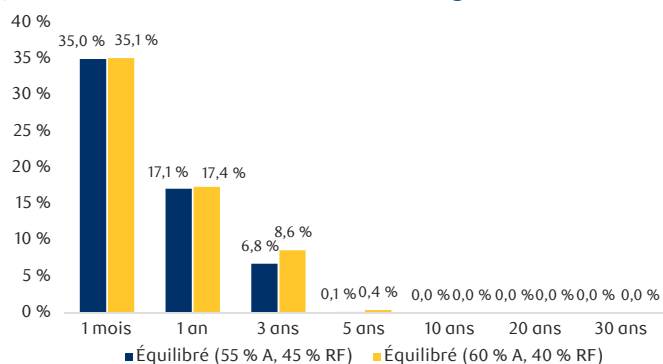
L'alpha spécifique provient d'aspects propres aux activités d'une société. Les rendements « purs » générés par la sélection de titres sont particulièrement précieux, car ils ne sont pas énormément corrélés avec le niveau et l'orientation des rendements des autres actions et des indices boursiers. Dans le cadre de notre stratégie d'ingénierie de portefeuille, nous demandons aux analystes des équipes des placements – dont les responsabilités consistent notamment à isoler les facteurs et les styles caractérisant chaque placement et à travailler en collaboration avec des gestionnaires de portefeuille – de maintenir des budgets de risque appropriés pour de tels placements. En plus de recourir à des techniques traditionnelles de gestion du risque, nous visons à bâtir des portefeuilles qui présentent des niveaux élevés de diversification grâce à des rendements spécifiques. Le résultat visé est un portefeuille qui enregistre le rendement global du marché (bêta) et qui y ajoute le rendement pur provenant de la sélection de titres, tout en réduisant l'exposition aux risques associés aux rotations difficiles à prévoir des styles et des facteurs prédominants.

Trouver des façons de générer un revenu...

Dans le but de préserver le revenu et de générer des gains en capital grâce à la sélection de titres et à l'anticipation tactique du marché, nous avons progressivement ajouté à nos portefeuilles des titres de créance de catégorie investissement, à rendement élevé et de marchés émergents au cours des 20 dernières années. La diminution de la pondération des obligations d'État a permis de financer ces nouvelles positions. La figure 11 présente la moyenne historique des taux des obligations d'État et d'autres titres de créance, ainsi que l'écart actuel entre eux. Les investisseurs s'exposent à la possibilité de défaillance en allant au-delà de la sécurité offerte par les obligations émises et garanties par le gouvernement pour investir sur les marchés du crédit (en touchant une prime de risque de crédit). Il en résulte une augmentation des corrélations avec les actions (voir la figure 12), ce qui accroît quelque peu la volatilité du portefeuille, surtout pendant les corrections du marché. Là aussi, il y a un compromis, mais les horizons temporels et la diversification des placements sont des variables importantes et efficaces.

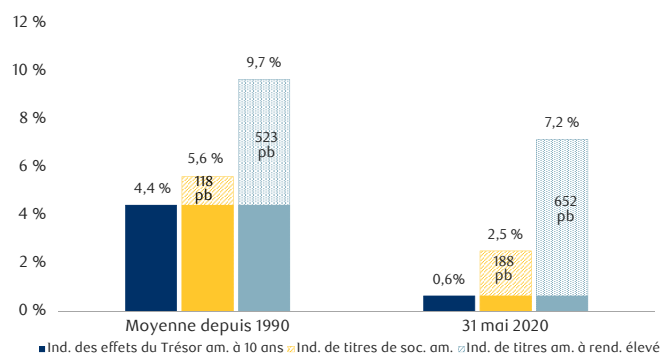
Depuis la mise à jour de la législation canadienne sur les fonds communs de placement (Règlement 81-102) à la fin de 2018, l'acquisition d'actifs alternatifs fait maintenant partie des possibilités que peut exploiter un plus large éventail d'investisseurs. Les stratégies visant les titres de créance à rendement absolu sont peu corrélées avec les rendements des

Figure 10 : Incidence des replis – Pourcentage de périodes mobiles de rendements négatifs



Nota : Au 29 mai 2020. Utilisation de l'indice S&P 500 à titre d'indicateur pour les actions (A). Utilisation des obligations du Trésor américain à 10 ans à titre d'indicateur pour les titres à revenu fixe (RF). Les données remontent jusqu'en 1950. Source : RBC GMA

Figure 11 : Rendement à l'échéance



Nota : Écart actuel en date du 31 mai 2020. La partie ombrée des barres indique l'écart de taux par rapport aux obligations du Trésor américain à 10 ans. Sources : ICE BofAML, RBC GMA

Figure 12 : Coefficients de corrélation entre les catégories d'actif traditionnelles et alternatives

Corrélation sur 10 ans des rendements mensuels en avril 2020		Liquidités et titres à revenu fixe					Actions								Stratégies de placements alternatifs						
		Liquidités	Obligations d'État	Obligations de catégorie investissement	Obligations à rendement élevé	Titres de créance des marchés émergents	Actions canadiennes	Actions américaines de sociétés à grande capitalisation	Actions américaines de croissance	Actions américaines de valeur	Actions européennes	Actions asiatiques	Actions de marchés émergents	Actions chinoises	Obligations à rendement absolu	Placements immobiliers directs	Prêts hypothécaires	Infrastructure	Actions à faible volatilité	Positions acheteur ou vendeur sur actions	Neutralité par rapport au marché
Liquidités et titres à revenu fixe	Liquidités	1,00																			
	Obligations d'État	0,12	1,00																		
	Obligations de catégorie investissement	0,03	0,94	1,00																	
	Obligations à rendement élevé	-0,23	-0,06	0,22	1,00																
	Titres de créance des marchés émergents	-0,24	0,27	0,51	0,79	1,00															
Actions	Actions canadiennes	-0,21	-0,13	0,10	0,78	0,60	1,00														
	Actions américaines de sociétés à grande capitalisation	-0,09	-0,15	-0,01	0,51	0,27	0,63	1,00													
	Actions américaines de croissance	-0,08	-0,13	0,03	0,54	0,29	0,68	0,93	1,00												
	Actions américaines de valeur	-0,18	-0,14	0,04	0,65	0,40	0,75	0,92	0,90	1,00											
	Actions européennes	-0,11	-0,17	0,00	0,63	0,46	0,60	0,73	0,68	0,70	1,00										
	Actions asiatiques	-0,14	-0,05	0,14	0,62	0,53	0,59	0,63	0,63	0,62	0,71	1,00									
	Actions de marchés émergents	-0,16	-0,08	0,11	0,65	0,58	0,62	0,56	0,57	0,58	0,68	0,96	1,00								
	Actions chinoises	-0,05	-0,11	0,01	0,42	0,31	0,40	0,41	0,45	0,37	0,49	0,82	0,80	1,00							
Stratégies de placements alternatifs	Obligations à rendement absolu	-0,18	-0,11	0,09	0,60	0,54	0,50	0,40	0,37	0,46	0,53	0,52	0,56	0,41	1,00						
	Placements immobiliers directs	0,13	-0,05	-0,11	-0,06	-0,01	-0,25	-0,24	-0,27	-0,20	-0,04	-0,15	-0,15	-0,08	-0,04	1,00					
	Prêts hypothécaires	-0,20	0,43	0,53	0,23	0,45	0,16	0,08	0,08	0,19	0,07	0,12	0,09	-0,06	0,19	-0,13	1,00				
	Infrastructure	-0,04	0,28	0,37	0,43	0,47	0,39	0,59	0,48	0,59	0,67	0,53	0,50	0,23	0,32	-0,08	0,34	1,00			
	Actions à faible volatilité	-0,19	0,06	0,27	0,70	0,65	0,92	0,61	0,63	0,73	0,55	0,53	0,55	0,31	0,45	-0,18	0,31	0,53	1,00		
	Positions acheteur ou vendeur sur actions	0,31	-0,17	-0,08	0,37	0,20	0,40	0,47	0,51	0,39	0,56	0,44	0,42	0,35	0,26	0,13	-0,20	0,22	0,31	1,00	
	Neutralité par rapport au marché	-0,07	-0,03	0,00	0,12	0,07	0,11	0,21	0,23	0,26	0,10	0,05	0,01	0,04	0,00	0,02	0,22	0,14	0,14	-0,09	1,00

Source : RBC GMA

marchés d'actions (figure 12) et notre modélisation indique que ces stratégies conviennent tout à fait à bon nombre de nos solutions équilibrées et en actifs multiples. L'accès aux stratégies pertinentes de BlueBay, notre gestionnaire mondial affilié de titres à revenu fixe spécialisés, permet de placer les titres de créance à rendement absolu dans la liste prioritaire d'améliorations futures à envisager.

... et d'influer sur le risque grâce à la diversification et à de faibles corrélations

Les placements privés retiennent également notre attention. Au Canada, nous avons commencé à acquérir des placements immobiliers directs en 2018 et avons lancé l'automne dernier notre premier fonds en partenariat avec QuadReal, la filiale immobilière de British Columbia Investment Management Corp. Grâce à ce partenariat, bon nombre de nos fonds équilibrés et en actifs multiples ont été pour la première fois en mesure d'investir au Canada dans un portefeuille diversifié d'immeubles de bureaux, résidentiels, de détail et industriels, et nous espérons renforcer notre position sur ce marché dans l'avenir. Fait important, les coefficients de corrélation indiqués dans la figure 12 mettent en évidence le fait que les placements immobiliers directs constituent un élément de diversification très utile pour les actions, en plus d'offrir des rendements en revenu supérieurs.

De même, les prêts hypothécaires, dont les taux dépassent ceux des obligations d'État, offrent une solution de rechange partielle intéressante. Notre expérience en ce qui concerne cette catégorie d'actif remonte à plusieurs décennies. Au cours des dernières années, nous avons approfondi nos compétences en gestion de placements dans ce domaine et nous cherchons à renforcer encore davantage nos capacités en la matière.

Le défi de rester à jour

Un article publié récemment dans le *Wall Street Journal* sur les pertes subies par les caisses de retraite a retenu notre attention. Aux États-Unis, les régimes publics visent un taux de rendement de 7 % ; or, la médiane étant de 5,2 % depuis les 20 dernières années, les résultats ne sont vraiment pas à la hauteur. Même avant la crise de la COVID-19, ces caisses de retraite disposaient de 4,1 billions de dollars américains de moins que les 8,9 billions de dollars prévus en prestations futures.

Beaucoup de raisons peuvent sans doute expliquer cet énorme manque, et des efforts colossaux sont déployés pour parvenir à combler l'écart d'une façon ou d'une autre, mais il aurait été possible pour les caisses de retraite publiques américaines d'éviter de tomber dans ce gouffre. Il

est notamment essentiel d'établir des attentes réalistes en matière de rendement, qui tiennent compte des changements importants et durables touchant l'économie et les marchés de capitaux. Il est tout aussi important de veiller à ce que la combinaison des actifs des régimes de placement soit établie en fonction des objectifs fixés, et non pas uniquement en fonction du rendement antérieur des actifs détenus.

L'« approche des petits gains » pour améliorer les résultats est profondément ancrée dans notre philosophie de placement et elle semble particulièrement utile dans ce contexte. Plutôt que de miser sur une seule grande stratégie susceptible d'assurer l'avenir d'un régime de placement (par exemple, chercher régulièrement à deviner la trajectoire du marché boursier à court terme), il vaut mieux incorporer une variété de petites améliorations. À notre avis, il faut entre autres bien

comprendre les puissants changements avec lesquels doivent composer les investisseurs, comme la grande faiblesse des taux d'intérêt, et le fait que cette réalité pourrait persister encore longtemps. La composition des régimes devrait être restaurée afin de veiller à ce que les objectifs de rendement puissent être réalisés dans un horizon temporel approprié, à la fois en tirant parti des catégories d'actif traditionnelles et en profitant de celles qui stimulent les rendements, améliorent la production de revenu, limitent la volatilité, offrent une meilleure stabilité ou, idéalement, contribuent à plus d'une de ces possibilités. D'abord et avant tout, quelle que soit la composition du régime, il est nécessaire d'accepter qu'il n'y a jamais eu, et qu'il n'y aura jamais, une combinaison stratégique de l'actif parfaite et immuable. Il s'agit plutôt d'un « parcours ».

ANNEXE I

Hypothèses à long terme de RBC GMA sur les marchés des capitaux

Catégorie d'actif	Indice de référence	Rendements prévus (%)	Écart type historique (%)
Titres à revenu fixe			
Liquidités en dollars américains	Citigroup (1 M) CD (LOC)	1,6	0,5
Liquidités en dollars canadiens	Indice des bons du Trésor à 30 jours FTSE Canada	1,5	0,4
Liquidités en livres sterling	Citigroup UK Sterling Euro Deposit (1 M) (LOC)	2,2	0,5
Liquidités en euros	Citigroup Euro Euro Deposit (1 M) (LOC)	1,0	0,5
Liquidités en yens	FTSE Japanese Yen Euro Deposit (1 M) (LOC)	0,6	0,5
Liquidités en devises de marchés émergents	Indice Plus des marchés locaux émergents J.P. Morgan	5,5	8,5
Obligations provinciales canadiennes	Indice des obligations provinciales FTSE Canada	2,0	4,5
Obligations fédérales canadiennes	Indice des obligations du gouvernement fédéral FTSE Canada	1,0	3,5
Obligations d'État canadiennes	Indice des obligations gouvernementales FTSE Canada	1,5	4,0
Obligations de sociétés canadiennes	Indice des obligations de toutes les sociétés FTSE Canada	2,6	5,0
Obligations universelles canadiennes	Indice des obligations universelles FTSE Canada	1,8	4,5
Obligations d'État américaines	Indice d'obligations de 1 à 10 ans du Trésor américain ICE BofAML	0,9	4,0
Obligations de sociétés américaines	Indice d'obligations de 1 à 10 ans de sociétés américaines ICE BofAML	2,9	6,0
Obligations d'État britanniques	Indice d'obligations d'État britanniques de 1 à 10 ans ICE BofAML	0,7	3,7
Obligations de sociétés britanniques	Indice des obligations de sociétés de 1 à 10 ans payables en livres sterling ICE BofAML	2,8	5,5
Obligations d'État européennes	Indice des titres d'État de la zone euro iBoxx	0,7	4,0
Obligations de sociétés européennes	Indice de titres de sociétés de la zone euro iBoxx	2,2	6,0
Obligations asiatiques	Indice des obligations asiatiques en monnaie locale HSBC	0,3	7,0
Indice mondial d'obligations gouvernementales Citigroup	Indice mondial d'obligations gouvernementales Citigroup	1,0	3,5
Obligations à rendement élevé	Indice d'obligations américaines à rendement élevé ICE BofAML	6,1	9,0
Obligations de marchés émergents	Indice mondial diversifié d'obligations des ME à RG JPM (USD)	4,3	10,0
Obligations mondiales	Indice global mondial d'obligations BARCAP (USD)	1,8	5,0
Actions			
Actions canadiennes	Indice composé TSX	8,0	16,0
Actions américaines	Indice RG S&P 500	8,2	15,0
Actions de sociétés américaines à moyenne capitalisation	Indice RG S&P 400	8,7	18,0
Actions de sociétés américaines à petite capitalisation	Indice RG S&P 600	9,2	20,0
Actions britanniques	Indice de rendement global toutes actions FTSE	10,0	15,0
Actions européennes, hors R.-U.	Indice MSCI Europe, hors R.-U. (USD)	9,6	17,0
Actions asiatiques	Indice MSCI Asie-Pacifique tous les pays (monnaie locale)	4,9	16,0
Actions japonaises	Indice de l'appréciation moyenne des titres Nikkei 225 (JPY)	7,0	15,0
Actions australiennes	Indice RG S&P/ASX 200	8,4	14,0
Marchés développés (Monde)	Indice MSCI Monde	8,1	14,5
Actions des marchés émergents	Indice MSCI Marchés émergents (monnaie locale)	10,8	18,0
Actions EAEO	Indice MSCI EAEO	8,0	15,0

Nota : Au 30 avril 2020. RBC GMA utilise plusieurs modèles de prévision autonomes provenant des équipes des placements de la société. Le Comité sur le rendement à long terme RBC GMA recueille les résultats produits par les modèles, les analyse et en discute pour formuler les hypothèses de rendement prévu. De plus, les membres du comité examinent les innovations, qu'il s'agisse de catégories d'actif ou d'outils de prévision, les méthodes et les améliorations à apporter au processus actuel. Source : RBC GMA

Déclaration

Le présent document est fourni par RBC Gestion mondiale d'actifs (RBC GMA), à titre informatif seulement. Il ne peut être ni reproduit, ni distribué, ni publié sans le consentement écrit préalable de RBC GMA ou de ses entités affiliées mentionnées dans les présentes. Le présent document ne constitue pas une offre d'achat ou de vente ou la sollicitation d'achat ou de vente de titres, de produits ou de services dans aucun territoire. Ce document ne peut pas être distribué aux personnes résidant dans les territoires où une telle distribution est interdite.

RBC GMA est la division de gestion d'actifs de Banque Royale du Canada (RBC) qui regroupe RBC Gestion mondiale d'actifs Inc., RBC Global Asset Management (U.S.) Inc., RBC Global Asset Management (UK) Limited, RBC Global Asset Management (Asia) Limited et BlueBay Asset Management LLP, qui sont des filiales distinctes, mais affiliées de RBC.

Au Canada, ce document est fourni par RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. (y compris PH&N Institutionnel), qui est régie par chaque commission provinciale ou territoriale des valeurs mobilières auprès de qui elle est inscrite. Veuillez consulter votre conseiller et lire le prospectus ou le document Aperçu du fonds avant d'investir. Les placements en fonds communs peuvent entraîner des commissions, des frais de suivi et des frais et dépenses de gestion. Les fonds communs de placement ne sont pas garantis, leur valeur fluctue souvent et leurs rendements antérieurs ne se répètent pas nécessairement. Les fonds RBC, les fonds BlueBay et les fonds PH&N sont offerts par RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. et distribués par des courtiers autorisés au Canada.

Ce document n'a pas été revu par une autorité en valeurs mobilières ou toute autre autorité de réglementation et n'est inscrit auprès d'aucune d'entre elles. Il peut, selon le cas, être distribué par les entités susmentionnées dans leur territoire respectif. Vous trouverez des précisions sur RBC GMA au www.rbcgam.com.

Le présent document n'a pas pour objectif de fournir des conseils juridiques, comptables, fiscaux, financiers, liés aux placements ou autres, et ne doit pas servir de fondement à de tels conseils. RBC GMA prend des mesures raisonnables pour fournir des renseignements à jour, exacts et fiables, et croit qu'ils le sont au moment de leur impression. RBC GMA se réserve le droit, à tout moment et sans préavis, de corriger ou de modifier les renseignements, ou de cesser de les publier.

Tout renseignement prospectif sur les placements ou l'économie contenu dans le présent document a été obtenu par RBC GMA auprès de plusieurs sources. Les renseignements obtenus auprès de tiers sont jugés fiables ; toutefois, aucune déclaration ni garantie, expresse ou implicite, n'est faite ni donnée par RBC GMA ou ses sociétés affiliées ni par aucune autre personne quant à leur exactitude, leur intégralité ou leur bien-fondé. RBC GMA et ses sociétés affiliées n'assument aucune responsabilité à l'égard des erreurs ou des omissions.

Les rendements antérieurs ne se répètent pas nécessairement. Tout placement comporte un risque de perte de la totalité ou d'une partie du montant investi. Les rendements estimatifs indiqués, le cas échéant, sont fournis à des fins d'illustration seulement et ne constituent en aucun cas des prévisions. Le rendement peut être supérieur ou inférieur à celui indiqué, et peut varier considérablement, notamment à plus court terme. Il est impossible d'investir directement dans un indice.

Certains énoncés contenus dans ce document peuvent être considérés comme étant des énoncés prospectifs, lesquels expriment des attentes ou des prévisions actuelles à l'égard de résultats ou d'événements futurs. Les énoncés prospectifs ne sont pas des garanties de rendements ou d'événements futurs et comportent des risques et des incertitudes. Il convient de ne pas se fier indûment à ces énoncés, puisque les résultats ou les événements réels pourraient différer considérablement de ceux qui y sont indiqués en raison de divers facteurs. Avant de prendre une décision de placement, nous vous invitons à prendre en compte attentivement tous les facteurs pertinents.

® / ^{MC} Marque(s) de commerce de Banque Royale du Canada, utilisée(s) sous licence.

© RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. 2020

Date de publication : 11 juin 2020

(06/11/2020)

EVOLVING OUR STRATEGIC ASSET MIX-FR 06/16/2020

