

LA GESTION OBLIGATAIRE DANS UN CONTEXTE DE BAS TAUX D'INTÉRÊT

par Patrick Lamontagne



SI VOUS ÊTES GESTIONNAIRE d'une caisse de retraite ou êtes responsables des investissements pour une compagnie d'assurance, les taux d'intérêt actuels sont fort possiblement votre plus grande préoccupation. Jamais, dans l'histoire récente du Canada, les taux d'intérêt sur les obligations fédérales ne sont descendus aussi bas. Le 31 mai 2012, les obligations à échéance de 30 ans ont clôturé la journée au bas taux historique de 2,29 %, niveau que tous auraient jugé farfelu il y a à peine 12 mois.

Dans ce contexte, on peut se demander comment évoluera la gestion obligataire si les taux demeurent à ces niveaux encore quelques années.

La gestion active et les portefeuilles obligataires

De prime abord, on pourrait penser que le niveau des taux d'intérêt n'a pas d'effet sur la gestion d'un portefeuille obligataire, puisque le mandat du gestionnaire consiste à battre un indice de référence par un certain pourcentage, par exemple 0,50 %, peu

De bas taux d'intérêt signifient une baisse de leur volatilité, donc une baisse du potentiel de valeur ajoutée qui peut être causée par la gestion de durée.

importe le niveau des taux d'intérêt. Dans les faits, les faibles taux d'intérêt ont deux conséquences majeures qui influencent directement la gestion.

La première conséquence réside dans la moindre importance que pourrait avoir la gestion de la durée dans l'explication de la valeur ajoutée. Des taux d'intérêt qui demeurent bas pendant quelques années signifient implicitement une baisse de volatilité des taux d'intérêt et, conséquemment, une baisse du potentiel de valeur ajoutée qui peut être causée par la gestion de durée.

De surcroît, les décisions politiques n'ont jamais eu d'effet si grand sur la direction des taux, comme en témoignent les événements de 2011 entourant le relèvement du plafond de la dette américaine ainsi que ceux vécus depuis sur le vieux continent. Cette nouvelle réalité, qui risque de survivre au-delà de la crise européenne, rend la tâche plus ardue à quiconque tente d'émettre des pronostics sur la direction des taux d'intérêt. Dans ce contexte, les gestionnaires qui continuent d'utiliser la gestion de durée comme source de valeur ajoutée doivent maintenant faire preuve d'une plus grande prudence, ce qui signifie un budget de risque moindre sur cette source de valeur ajoutée.

La deuxième conséquence des faibles niveaux de taux d'intérêt est l'augmentation en importance d'une différence d'un point centésimal (0,01 %). Par exemple, un écart de taux de 1 % entre deux obligations dans un environnement où les taux sont de 2 % se répercute bien davantage que lorsque les taux sont à 5 %. Conséquemment, toutes les stratégies qui génèrent un rendement à l'échéance additionnel, lors de l'élaboration du portefeuille, deviennent plus attrayantes, et le gestionnaire a tout intérêt à les appliquer de façon à cristalliser ce rendement additionnel. C'est le cas notamment des stratégies de surpondération des titres provinciaux, municipaux et corporatifs qui, de surcroît, bénéficient d'écarts de crédit historiquement larges, tel que l'illustre le tableau qui suit :

ÉCARTS DE CRÉDIT COMPARÉS À UNE OBLIGATION FÉDÉRALE VENANT À ÉCHÉANCE DANS 10 ANS		
Obligations 10 ans ...	Écart au 31 juin 2012	Écart au 30 juin 2007
Provinciales (Qc)	1,18 %	0,36 %
Municipales	1,78 %	0,46 %
D'entreprises (AA)	1,90 %	0,63 %

De façon générale, les écarts de crédits sont environ trois fois plus élevés aujourd'hui qu'ils ne l'étaient avant la crise des *subprimes* survenue en août 2007. Non seulement ces écarts sont attrayants sur une base absolue, mais ils le sont davantage sur une base relative du fait que le taux de l'obligation fédérale de 10 ans est passé de 4,54 % au 30 juin 2007 à 1,74 % au 31 mai 2012. En fait, exprimés en ratio, les écarts de crédit sont sensiblement au même niveau qu'ils l'étaient au pire de la crise des liquidités de 2008.

Donc, si un gestionnaire peut générer moins de valeur ajoutée par la gestion de sa durée (gestion active) et davantage par des stratégies de surpondération de crédits (gestion indicielle plus), la gestion de ses portefeuilles devrait refléter cette réalité.

Plusieurs investisseurs ayant reçu un mandat de gestion active au cours des dernières années ont d'ailleurs revu ce mandat depuis deux ans pour se tourner vers des mandats surpondérés en titres de crédit, souvent en éliminant tout à fait les décisions de gestion active, ce qui a pour effet d'augmenter sensiblement le rendement à l'échéance du portefeuille.

L'avenir de la gestion active

Si l'on se fie à la tendance des investisseurs de passer de mandats en gestion active à des mandats de gestion indicielle plus, on pourrait s'inquiéter pour l'avenir de la

gestion active au Canada. Pour réussir à survivre à ce changement, les gestionnaires de gestion active obligataire doivent donc se renouveler.

Si les mandats qui leur sont confiés continuent de viser 0,50 % de valeur ajoutée et que près des trois quarts de cet objectif sont atteints par une surpondération des titres de crédit ou par toute autre stratégie statique qui génère un rendement additionnel à l'échéance, alors le talent du gestionnaire pour générer de la valeur ajoutée ne sert plus qu'à produire une petite portion de l'objectif de valeur ajoutée. Pour redevenir attrayante, la gestion active devra contribuer davantage à atteindre l'objectif de valeur ajoutée. Son avenir passe donc par des mandats dont l'objectif de valeur ajoutée sera majoré de 1 % à 2 %, ce qui s'avère intéressant pour un investisseur dans le contexte de bas taux d'intérêt actuel.

Recours aux dérivés

La solution la plus vraisemblable, pour arriver à augmenter le rendement de façon aussi significative, consiste à introduire des produits dérivés dans la gestion des portefeuilles.

En utilisant ces produits afin d'ajouter des stratégies à zéro beta, un gestionnaire peut arriver à générer plus de valeur ajoutée. Voici quelques exemples de stratégies qui peuvent être mises de l'avant :

- Recourir à la stratégie acheteur-vendeur (*long/short*) où la position acheteur correspond aux obligations fédérales 2016 et la position vendeur correspond aux obligations fédérales 2015 et 2017 afin de profiter d'une hausse sur la courbe de rendement.
- Recourir à la stratégie acheteur-vendeur (*long/short*) où la position acheteur correspond aux obligations du Québec sur 30 ans et la position vendeur

correspond aux obligations fédérales sur 30 ans, et en procédant à l'inverse dans les échéances 10 ans. Cette stratégie permet de tirer profit d'un aplatissement de la courbe de crédit dans un environnement où la courbe des obligations fédérales s'accroît (*Box Québec-Canada*).

En fait, il existe une multitude de stratégies possibles qui peuvent être mises de l'avant simultanément, ce qui permet au gestionnaire de limiter les pertes liées aux risques et d'atteindre son objectif.

Comparée à la gestion active traditionnelle, cette forme de gestion requiert une expertise plus pointue et une analyse davantage microéconomique.

Vers une nouvelle gestion active

Le portrait de la gestion active obligataire est appelé à changer au Canada. À court terme, les investisseurs se tournent vers des mandats de gestion indicelle plus afin de réduire leur risque de durée et de profiter des écarts de crédit historiquement larges, le tout à une tarification plus avantageuse que la gestion active.

À long terme, les gestionnaires qui connaîtront du succès en gestion active sont ceux qui sauront adapter leur style de gestion. L'introduction de produits dérivés dans la gestion de portefeuilles, qui permet d'ajouter des stratégies à rendement absolu, permettra aux gestionnaires de générer une valeur ajoutée plus grande et suscitera alors l'intérêt des investisseurs. ▀

Patrick Lamontagne, M.Sc., CFA,
Vice-président principal, Développement
OPTIMUM GESTION DE PLACEMENTS INC.



***Pour redevenir
attrayante,
la gestion
active devra
contribuer
davantage
à atteindre
l'objectif de
valeur ajoutée.***