



Pourquoi la gestion active est-elle plus importante que jamais?

Avantage des Fonds à revenu fixe en gestion active par rapport aux fonds à gestion passive

Robert Pemberton, CFA, directeur général
Naoum Tabet, vice-président et directeur

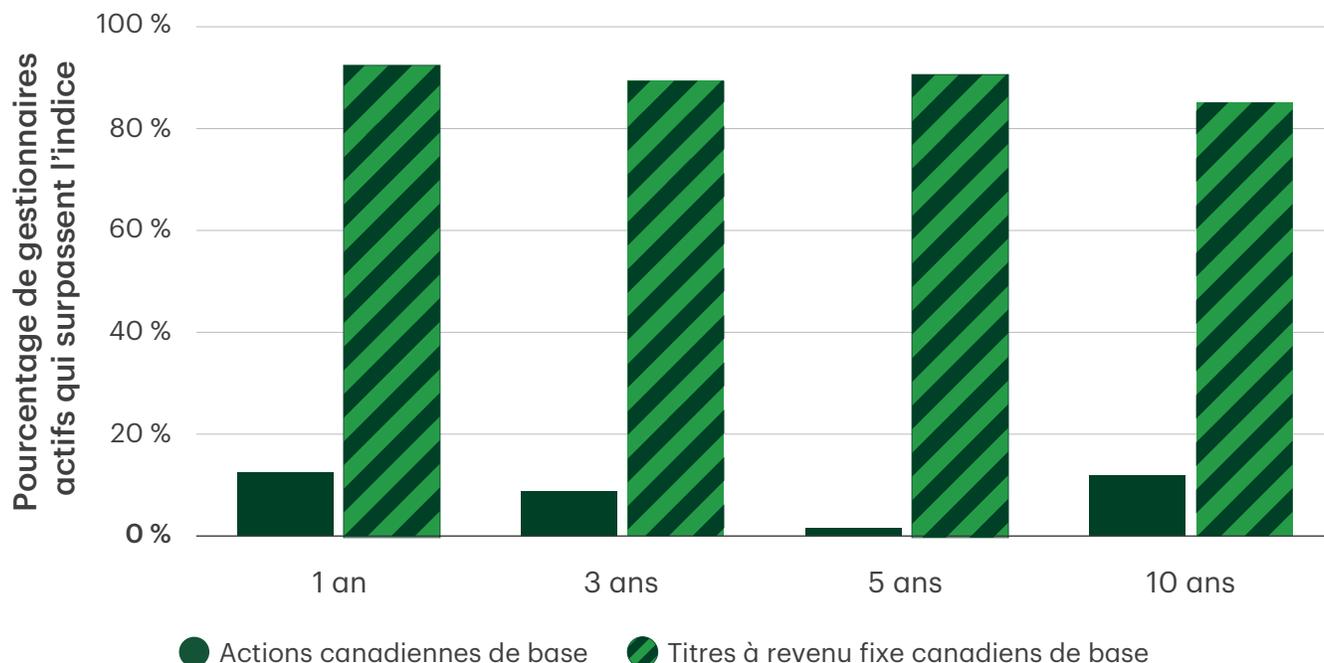
En bref

- Le gestionnaire actif de titres à revenu fixe médian a constamment surpassé l'indice de référence
- La capacité d'ajouter de la valeur a considérablement augmenté depuis la crise financière mondiale
- La structure du marché canadien des titres à revenu fixe a évolué en faveur de la gestion active

Au cours des trente dernières années, les stratégies de placement à gestion passive ont gagné en popularité auprès des investisseurs institutionnels à l'échelle mondiale, car on croit qu'elles ont tendance à être plus efficaces et plus rentables et qu'elles surpassent les stratégies à gestion active. Toutefois, nous devons faire la distinction entre les titres à revenu fixe à gestion active et les actions à gestion active.

Les gestionnaires actifs de titres à revenu fixe ont été en mesure d'afficher des rendements supérieurs à ceux de l'indice de référence au cours de la même période, tandis qu'un nombre limité de gestionnaires d'actions ont été en mesure de le faire. C'est ce qu'illustre le graphique 1 ci-dessous.

Graphique 1 : Rendement constamment supérieur des stratégies de titres à revenu fixe de base canadiens à gestion active



Sources : SPIVA (S&P Indices versus active). eVestment. Au 31 mars 2021. Les indices utilisés sont l'indice S&P/TSX (actions) et l'indice des obligations universelles FTSE Canada (titres à revenu fixe). L'univers des titres à revenu fixe de base canadiens de eVestment comprend 68 gestionnaires sur la période de 1 an et la période de 3 ans, 64 gestionnaires sur la période de 5 ans et 60 gestionnaires sur la période de 10 ans.

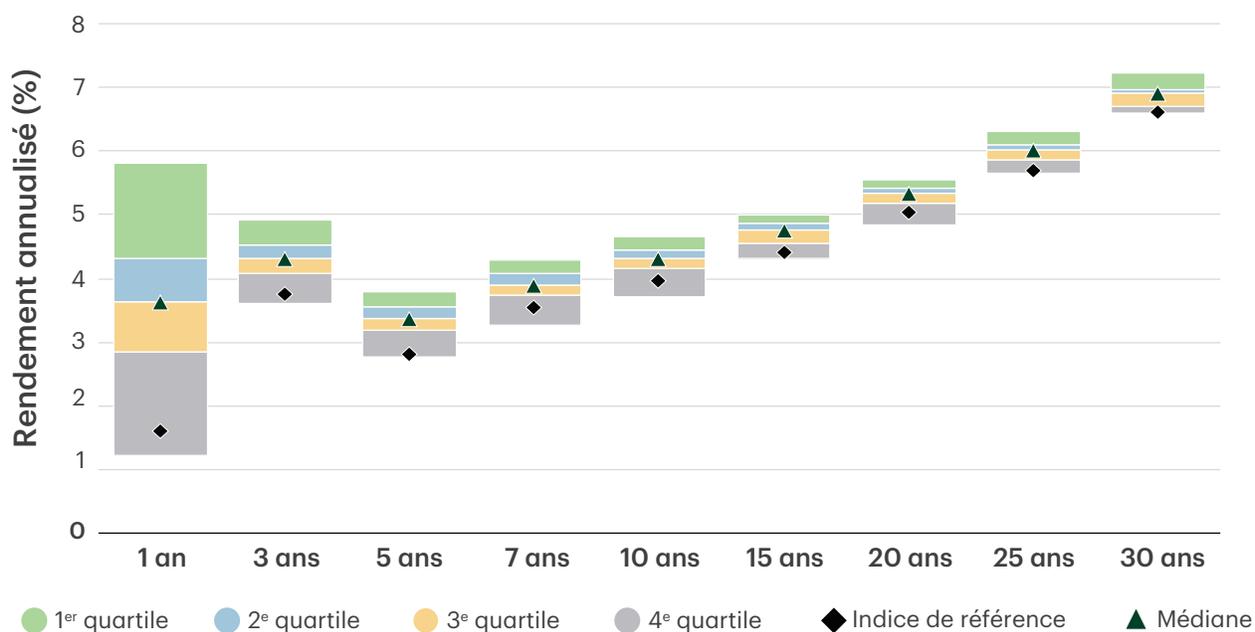
Cela dit, les stratégies de placement à gestion passive continuent d'offrir de nombreux avantages aux investisseurs institutionnels, notamment de faibles frais de gestion, la reproduction de caractéristiques des indices et la simplicité. De plus, elles permettent de satisfaire certains objectifs de placement précis des investisseurs institutionnels.

Investir

Comparaison entre le rendement et le risque du gestionnaire de titres à revenus fixes de base canadiens médian et le risque et le rendement de l'indice des obligations universelles FTSE Canada

Sur plusieurs périodes de rendement annualisé, les stratégies de titres à revenu fixe de base canadiens à gestion active ont procuré une importante valeur ajoutée aux investisseurs. Comme le montre le graphique 2 ci-dessous, le gestionnaire actif de titres à revenus fixes de base canadiens médian a été en mesure d'afficher des rendements annualisés supérieurs à ceux de l'indice sur une période donnée (entre 30 et 50 points de base). Fait plus intéressant, on remarque aussi que l'indice des obligations universelles FTSE Canada se situe constamment dans le dernier quartile du groupe de comparaison des gestionnaires de titres à revenus fixes de base canadiens.

Graphique 2 : Classement du gestionnaire actif médian et de l'indice au sein de l'univers des titres à revenu fixe de base canadiens

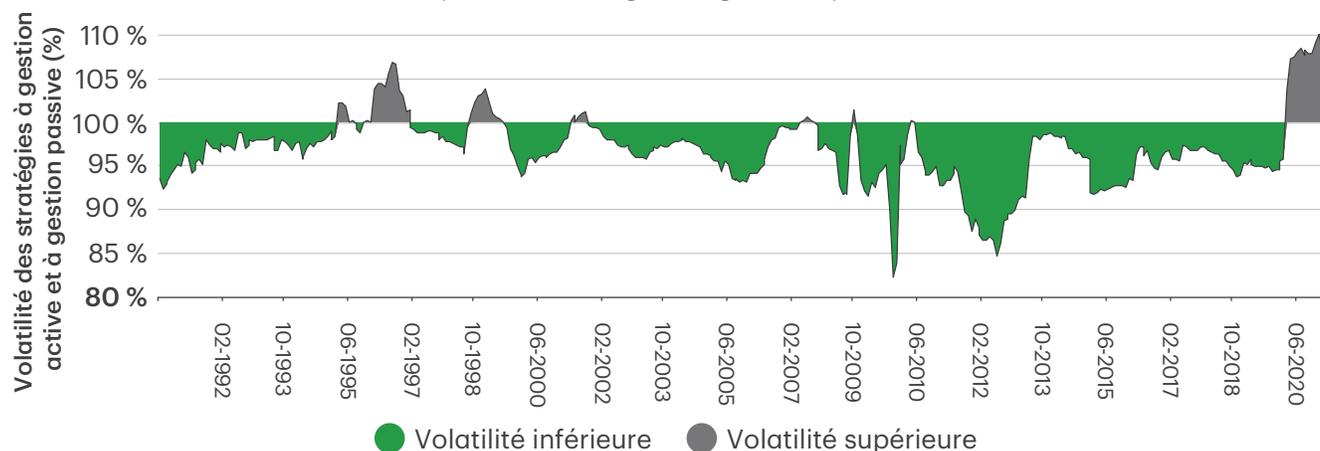


Source : eVestment. Données au 31 mars 2021.

En plus de présenter un profil de rendement amélioré, le gestionnaire actif médian a démontré sa capacité à gérer et à contrôler le risque de placement. Comme le montre le graphique 3 à la page suivante, la volatilité du gestionnaire actif médian était inférieure à celle de l'indice (environ 85 % du temps entre juin 1990 et mars 2021).

La combinaison d'un rendement supérieur à l'indice et d'un écart-type plus faible montre que le gestionnaire actif de titres à revenus fixes de base canadiens médian affiche un rendement ajusté au risque plus élevé que celui de l'indice de référence ou du gestionnaire passif de titres à revenu fixe de base canadiens.

Graphique 3 : Les stratégies à gestion active sont moins volatiles que les stratégies à gestion passive



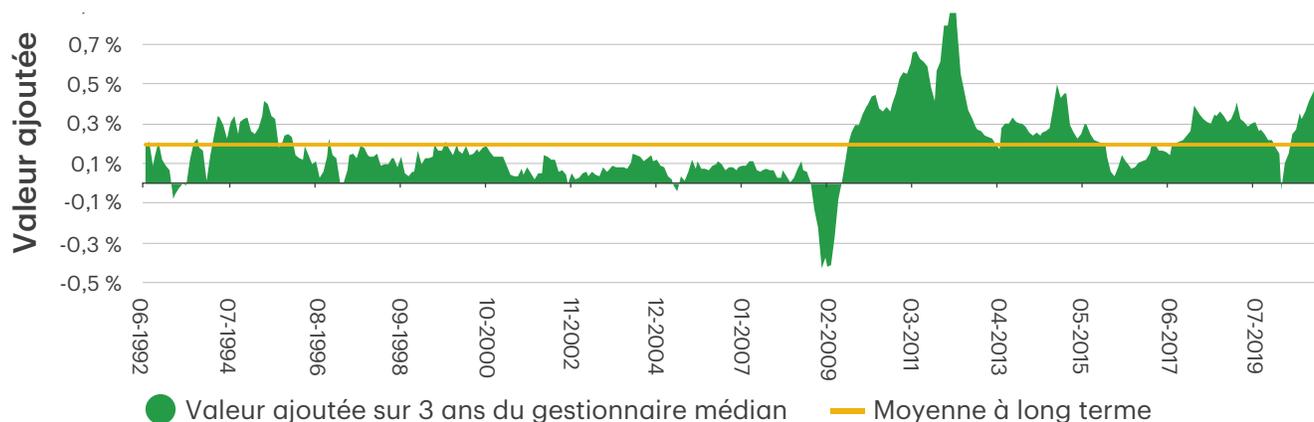
Sources : eVestment et FTSE Canada. L'écart-type sur une période mobile d'un an du gestionnaire actif médian a été comparé à celui de l'indice des obligations universelles FTSE Canada en divisant le premier par le deuxième (volatilité du gestionnaire actif en % de celle du gestionnaire passif). Données au 31 mars 2021.

Pourquoi le gestionnaire actif de titres à revenus fixes de base canadiens médian surpasse-t-il nettement son homologue à gestion passive?

En analysant 35 ans de données, nous pouvons isoler les rendements excédentaires du gestionnaire actif de titres à revenus fixes de base canadiens médian en deux périodes distinctes : avant 2008 et après 2008. Avant la crise financière mondiale, les arguments en faveur d'une gestion active étaient plus difficiles à justifier, car les gestionnaires actifs de titres à revenus fixes de base canadiens avaient de la difficulté à dégager un rendement excédentaire important; sans surprise, cette période a coïncidé avec une hausse importante des actifs à revenu fixe à gestion passive.

Toutefois, après 2008, les gestionnaires actifs de titres à revenus fixes de base canadiens ont été en mesure de produire de solides rendements excédentaires, avec des périodes de plus de 30 pb en valeur ajoutée, ce qui démontre que les stratégies de titres à revenu fixe canadiens à gestion active conviennent mieux à notre contexte de placement actuel, comme le montre le graphique 4 ci-dessous.

Graphique 4 : Valeur ajoutée sur une période mobile de 3 ans du gestionnaire actif de titres à revenus fixes de base canadiens médian par rapport à l'indice des obligations universelles FTSE Canada

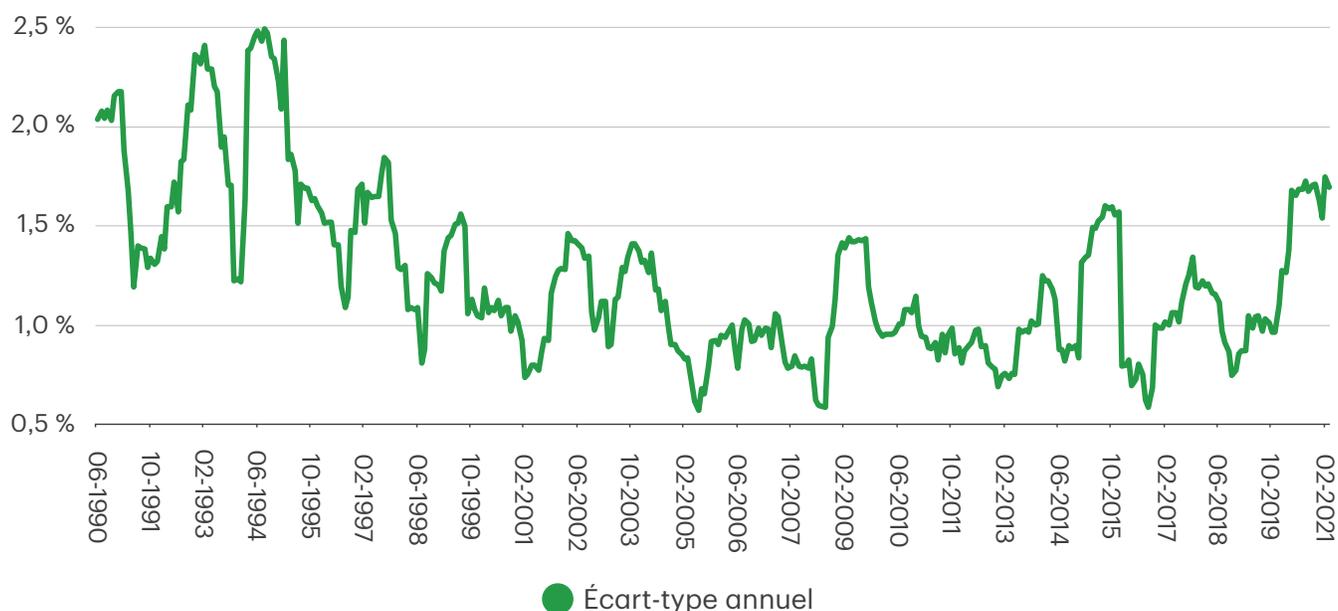


Source : eVestment. Données au 31 décembre 2020

Nous devons par conséquent trouver la réponse aux questions suivantes : Pourquoi les stratégies de titres à revenu fixe de base canadiens à gestion active ont-elles constamment surpassé les stratégies à gestion passive après 2008?

Selon un vieil adage du milieu des placements, « plus la volatilité des rendements est élevée, plus il est possible d'ajouter de la valeur ». Autrement dit, les périodes de volatilité devraient avantager les gestionnaires actifs. Toutefois, le graphique 5 montre que l'écart-type annuel historique sur des périodes mobiles de l'indice des obligations universelles FTSE Canada est en baisse constante depuis 1990.

Graphique 5 : Écart-type annuel historique sur des périodes mobiles de l'indice des obligations universelles FTSE Canada



Sources : GPTD et FTSE. Données au 31 décembre 2020.

Par conséquent, nous ne pouvons pas attribuer la forte surperformance des gestionnaires actifs de titres à revenu fixe à la volatilité globale de l'indice. En fait, la volatilité globale de l'indice peut être trompeuse en raison de la dispersion des rendements des composantes sous-jacentes de l'indice. Une mesure plus convenable est le coefficient d'aplatissement des rendements. Il s'agit d'une mesure statistique qui décrit la distribution des résultats potentiels. Elle mesure la probabilité d'avoir des valeurs extrêmes à gauche et à droite de la courbe de distribution des rendements.

Une distribution des rendements affichant un coefficient d'aplatissement des rendements élevé signifie que la probabilité d'avoir des points de données extrêmes est plus élevée que dans le cas d'une distribution normale. En revanche, une

distribution des rendements affichant un coefficient d'aplatissement des rendements faible signifie qu'il y a moins de données extrêmes que dans le cas d'une distribution normale.

Au cours de notre analyse, nous avons constaté que la distribution de la valeur ajoutée présentait un coefficient d'aplatissement élevé pour la période suivant la crise financière mondiale de 2008 (voir le tableau 1). Par conséquent, nous pouvons affirmer que ce n'est pas la volatilité élevée des rendements des indices qui permet aux gestionnaires actifs de générer une valeur ajoutée supérieure, mais une distribution des rendements présentant un coefficient d'aplatissement élevé, ce qui signifie que la distribution des rendements autour de la moyenne est plus grande (voir le graphique 6).

Tableau 1 : Valeur ajoutée moyenne et coefficient d'aplatissement des rendements du gestionnaire médian sur trois périodes

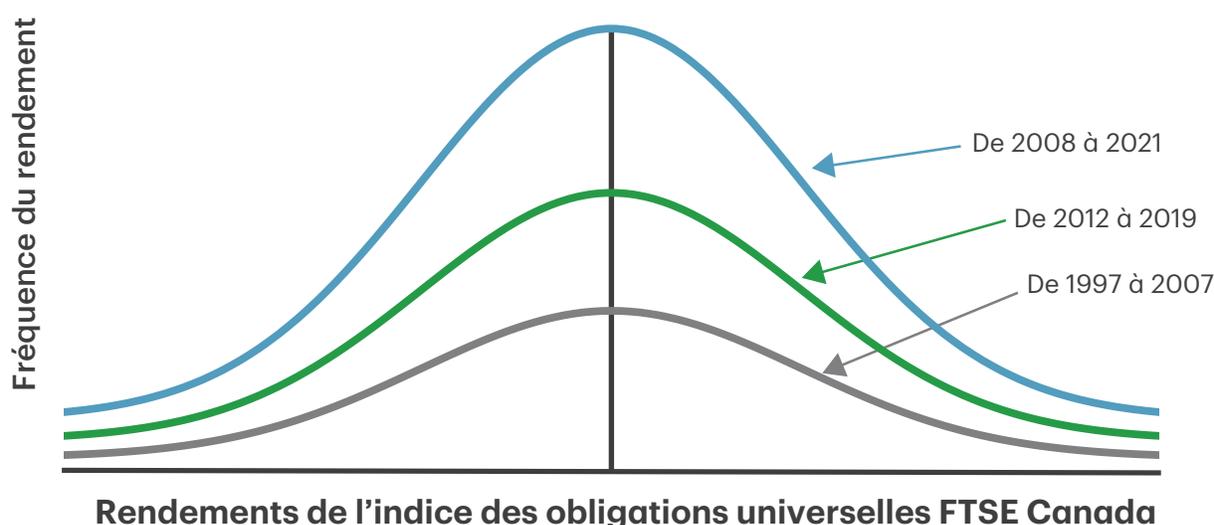
Période	De 1997 à 2007	De 2008 à 2021	De 2012 à 2019*
Valeur ajoutée moyenne	5 pdb	30 pdb	20 pdb
Coefficient d'aplatissement	0,07	5,46	1,57

Source : GPTD, FTSE, eVestment, 31 mars 2020.

*Excluant les périodes de la crise financière et de la COVID-19

Remarque : le marché boursier (rendements mensuels de l'indice S&P 500) a affiché un coefficient d'aplatissement des rendements de -1,23 entre 1996 et 2007, et de -0,27 entre 2008 et 2021.

Graphique 6 : Distribution mensuelle des rendements sur différentes périodes de l'indice des obligations universelles FTSE Canada



Source : Gestion de Placements TD. À titre indicatif seulement.

Une distribution plus grande des rendements autour de la médiane, aussi appelée risque du coefficient d'aplatissement, permet aux gestionnaires actifs de calibrer adéquatement la sensibilité aux taux d'intérêt et au crédit des portefeuilles afin de tirer parti des occasions sur le marché ou de les protéger des perturbations. Voilà pourquoi ils ont sur-performé pendant la période qui a suivi la crise financière. Autrement dit, plus le risque lié au coefficient d'aplatissement des rendements est élevé, plus il est possible d'ajouter de la valeur.

Alpha

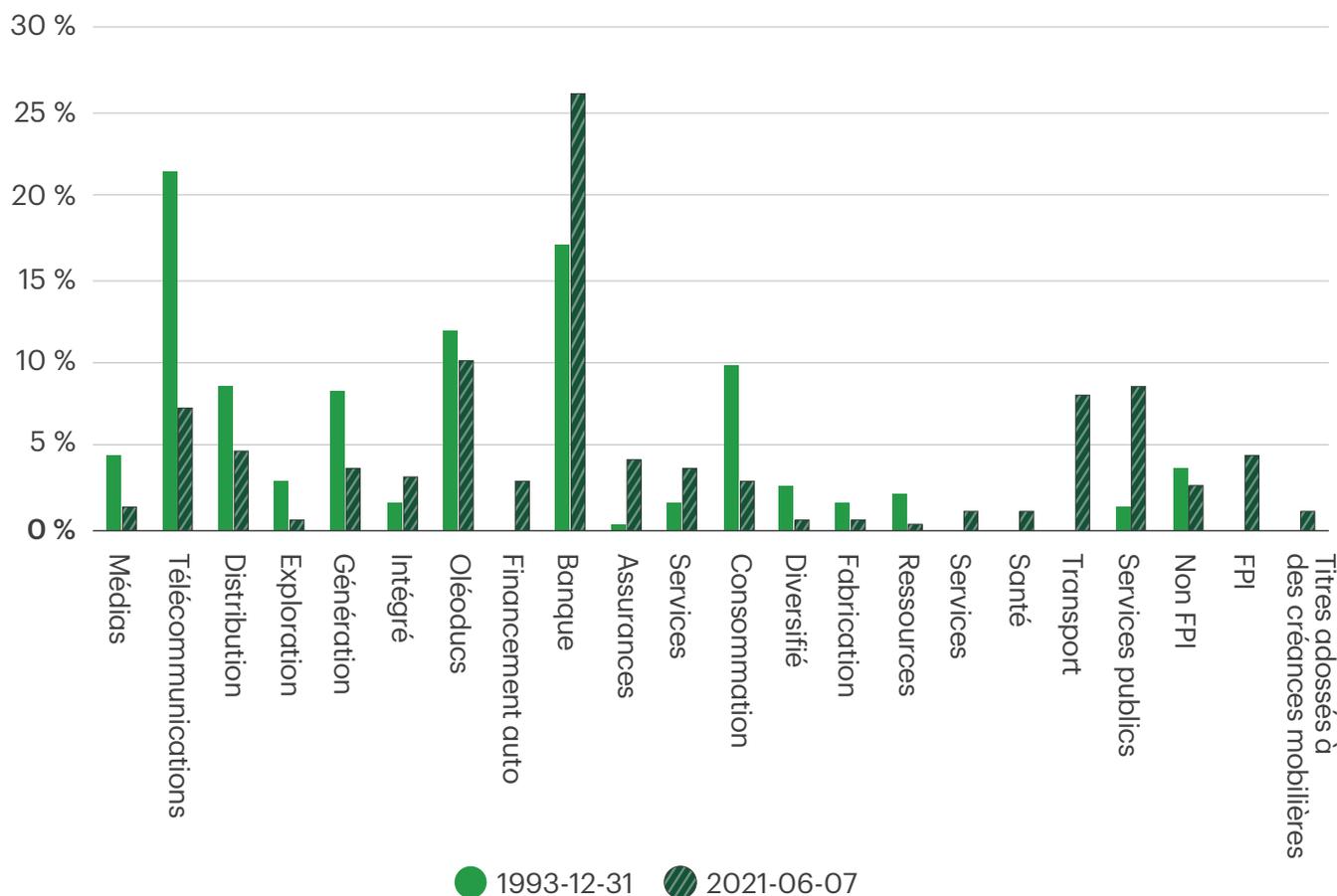
Qu'est-ce qui a fait en sorte que la distribution mensuelle des rendements des titres à revenu fixe a affiché un coefficient d'aplatissement des rendements plus élevé après la crise financière?

Diversification sectorielle accrue

Au début des années 1990, le marché obligataire canadien était divisé en 16 sous-secteurs, comme le montre le graphique 7 ci-dessous. Toutefois, depuis la crise financière mondiale, la diversification sectorielle s'est accrue à mesure que de nouveaux émetteurs sont entrés sur les marchés obligataires publics. Actuellement, l'indice des obligations universelles FTSE Canada est divisé en 22 sous-secteurs.

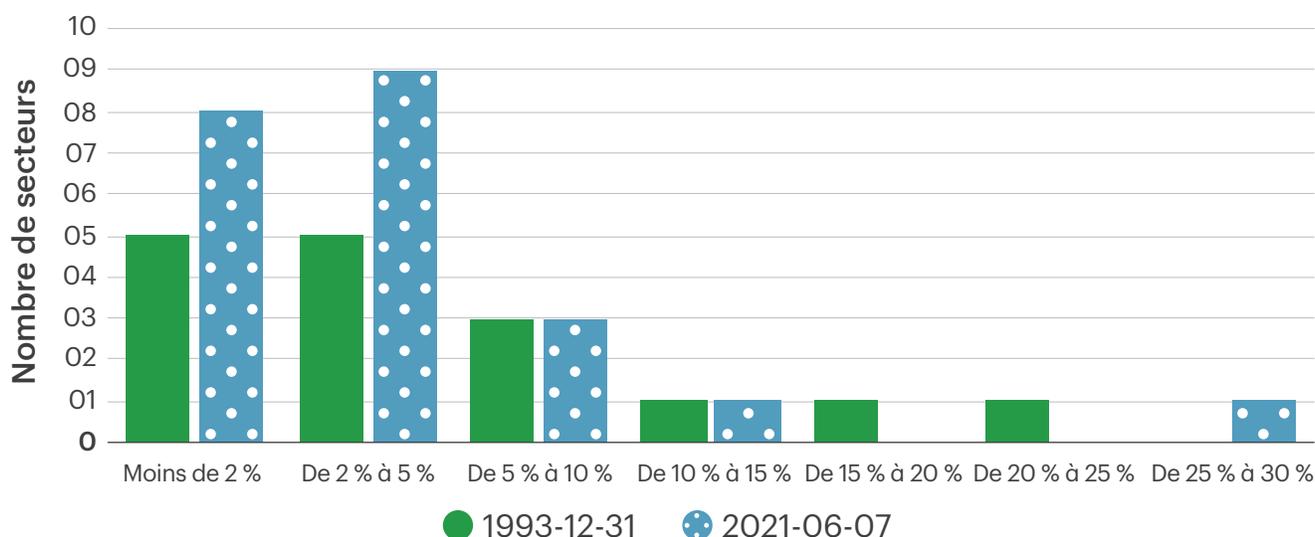
De plus, le nombre de sous-secteurs plus petits a fortement augmenté depuis la crise financière (graphique 8). Par conséquent, cette nouvelle structure de marché permet aux gestionnaires actifs d'utiliser leur expertise en construction de portefeuille et leurs stratégies de rotation sectorielle pour générer une valeur ajoutée importante par rapport à l'indice.

Graphique 7: Répartition sectorielle au fil du temps



Source TDAM, FTSE.

Graphique 8 : Nombre de sous-secteurs selon la pondération des segments

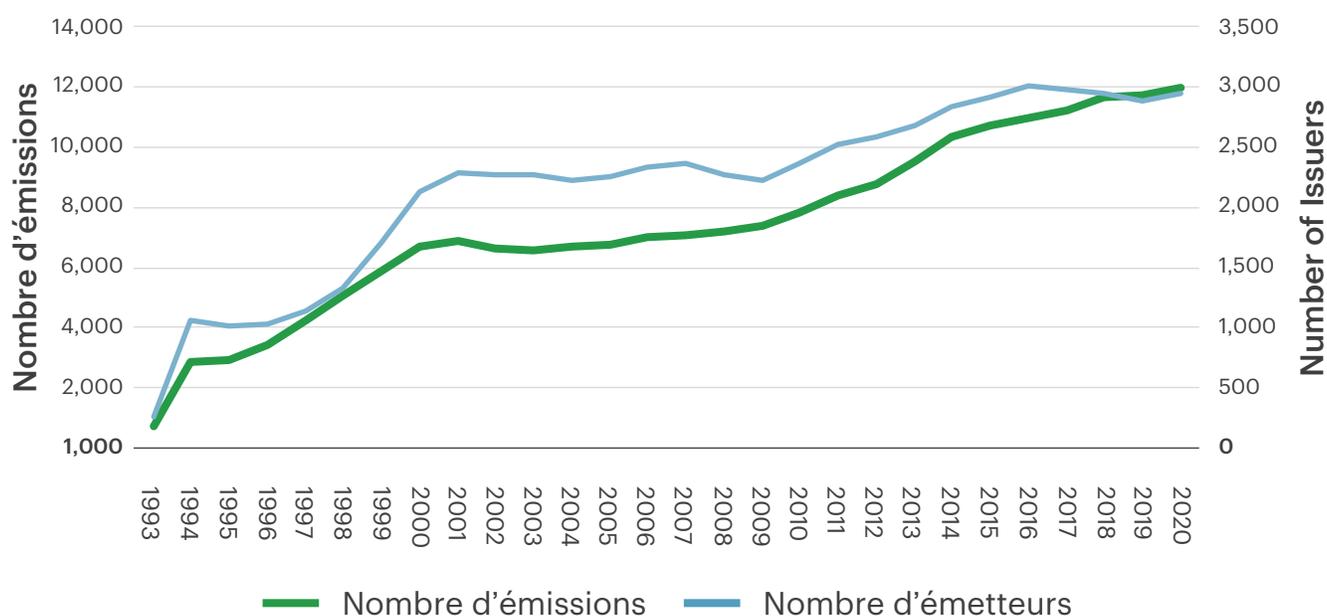


Sources : GPTD et FTSE. Données au 7 juin 2021.

Augmentation du nombre d'émetteurs et d'émissions

Au cours des trente dernières années, le nombre d'émetteurs et d'émissions a considérablement augmenté. En 1993, le marché obligataire canadien était composé de 1 053 émetteurs, pour un total de 2 837 émissions individuelles en cours. À la fin de 2020, le nombre d'émetteurs avait presque triplé (2 940), tandis que le nombre d'émissions individuelles avait plus que quadruplé (près de 12 000 titres à revenu fixe individuels) [voir le graphique 9].

Graphique 9 : Augmentation du nombre d'émetteurs et d'émissions au fil du temps



Source : Sources : FTSE Canada Universe. Gestion de Placements TD. Données au 31 décembre 2020.

Comment le nombre accru d'émetteurs, de titres individuels et de sous-secteurs offre-t-il au gestionnaire médian plus d'occasions d'ajouter de la valeur? Une mesure couramment utilisée pour évaluer le risque financier, le ratio d'information, apportera une réponse claire à cette question.

Le ratio d'information est composé du coefficient d'information, qui mesure les compétences d'un gestionnaire en matière de choix de titres, de l'ampleur, qui mesure le nombre d'occasions de placement indépendantes et du coefficient de transfert, qui mesure l'efficacité de la mise en œuvre. Les principaux moteurs contribuant à l'ampleur du marché sont le nombre d'émetteurs, d'émissions et de sous-secteurs. Comme le montre la formule ci-dessous, plus l'ampleur est grande, plus le ratio d'information est élevé, toutes choses étant égales par ailleurs.

$$\text{Ratio d'information} = \text{coefficient d'information} \times \text{racine carrée (ampleur)} \times \text{coefficient de transfert}$$

En résumé, plus le nombre d'occasions de placement indépendantes est élevé, plus un gestionnaire actif est en mesure d'ajouter de la valeur en contrôlant le risque.

Incidence de la réglementation ayant suivi la crise financière mondiale

La troisième raison expliquant pourquoi les rendements des titres à revenu fixe affichent un coefficient d'aplatissement plus élevé après 2008 se trouve dans un rapport publié en 2017 par la Réserve fédérale américaine (s'applique également au marché canadien). Le rapport conclut qu'avant la grande crise financière, les institutions plus endettées et systémiques (banques d'investissement) affichaient, en moyenne, des volumes de négociation bruts plus élevés. Toujours selon le rapport, après 2008, les institutions plus endettées et ayant des revenus de négociation plus élevés affichaient un volume d'opérations plus faible dans l'ensemble.

Ces données concordent avec une réglementation plus stricte en matière d'effet de levier et avec le fait que les banques d'investissement sont assujetties à un plus grand nombre de règles dans l'ensemble. Il est

également question de la diminution de l'ensemble des activités de négociation en raison de leur capacité réduite à partager le risque avec d'autres intermédiaires sur le marché. Ce rapport fournit des preuves empiriques directes de l'incidence de la réglementation mise en place après la crise sur la capacité plus restreinte des intermédiaires à procurer des liquidités au marché des obligations de sociétés.

La liquidité moindre du marché des obligations de sociétés, bien qu'elle ne soit pas suffisamment importante pour limiter les opérations ou en augmenter sensiblement les coûts, a permis - et continue de permettre - aux gestionnaires de portefeuille de tirer parti de certaines inefficiences découlant de la baisse du volume global des opérations, ce qui a entraîné une inefficacité légèrement plus grande du marché des obligations de sociétés.

Occasion

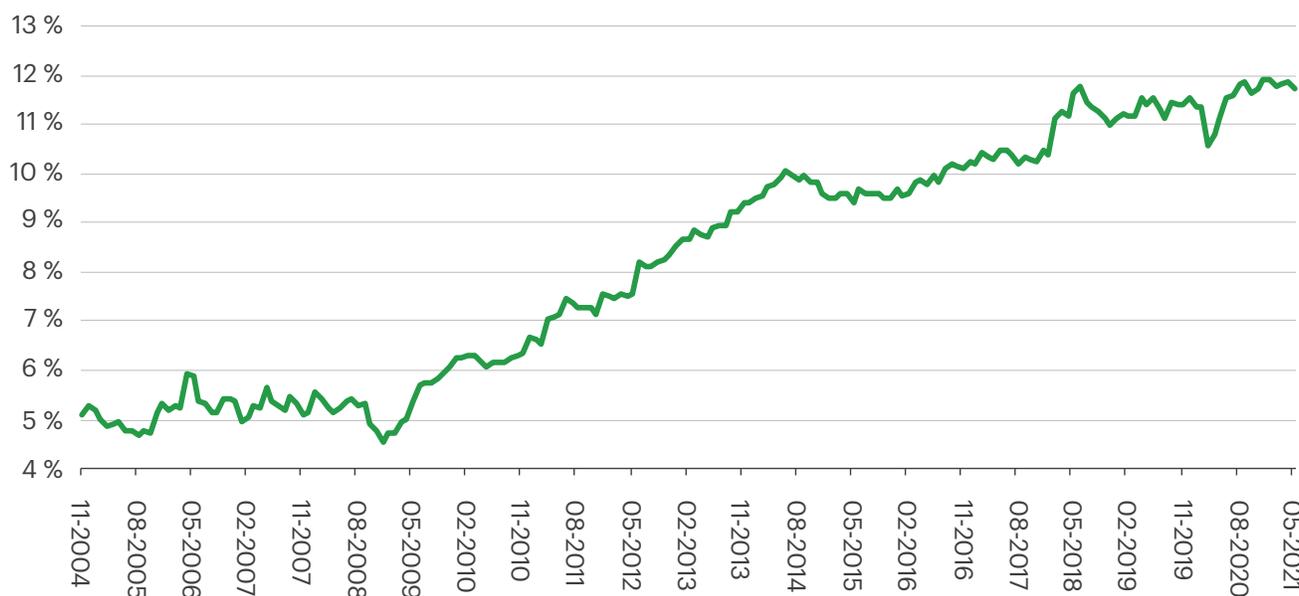
Plus de titres cotés BBB dans l'indice des obligations universelles FTSE Canada

Même si le segment des obligations de première qualité cotées BBB a connu une forte croissance au cours des dix dernières années (graphique 10), la qualité implicite de ces obligations n'est pas entièrement confirmée par leurs cotes de crédit. Selon nos recherches, l'accroissement des activités de fusion a fortement contribué à la divergence entre les cotes de crédit dans le segment des titres cotés BBB et leurs paramètres d'évaluation du crédit sous-jacents.

Par conséquent, de nombreuses entreprises sont évaluées en fonction de leur potentiel de désendettement plutôt que du niveau élevé de leur endettement actuel. Autrement dit, nous n'affirmons pas que les agences de notation ont modifié leur surveillance, mais soutenons que le volume élevé des fusions et des acquisitions sur le marché au cours

des dix dernières années a eu des répercussions sur leur tolérance habituelle à l'égard du désendettement des entreprises. Cela crée une plus grande dispersion des rendements parmi les émetteurs cotés BBB. Les analyses indépendantes du gestionnaire actif deviennent donc essentielles au processus d'évaluation des titres à revenu fixe. Les équipes de recherche sur le crédit aident à évaluer les risques associés aux cotes prospectives ainsi que la volonté et la capacité de la direction de tenir ses promesses en matière de réduction de la dette. En adoptant une approche globale et pragmatique, un gestionnaire actif est en mesure de repérer les risques sous-jacents et d'exiger un meilleur rendement pour certains instruments cotés BBB lorsque les risques sont plus élevés que ce que la cote attribuée indique.

Graphique 10 : Pondération historique des obligations cotées BBB dans l'indice des obligations universelles FTSE Canada



Sources : FTSE Canada Universe. Gestion de Placements TD. Données en date du 31 mai 2021.

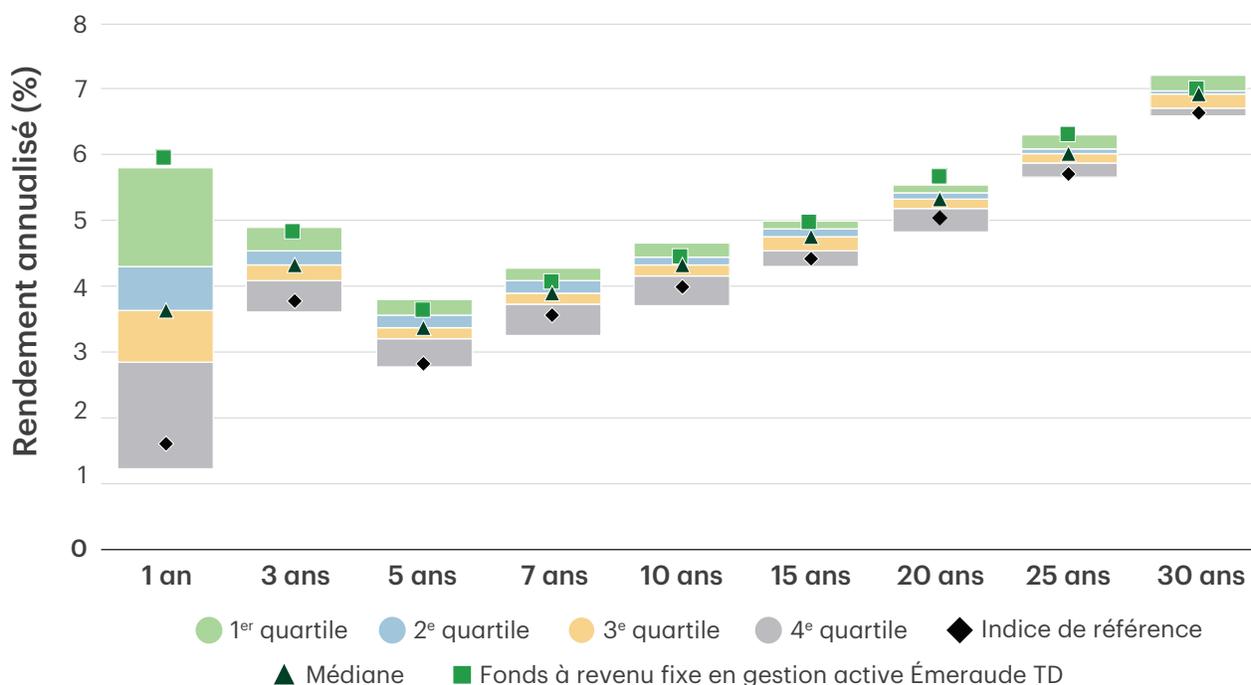
Croissance

Choisir GPTD pour vos besoins en titres à revenu fixe à gestion active

L'approche de placement et la philosophie de Gestion de Placements TD (« GPTD ») en matière de gestion fondamentale active des titres à revenu fixe s'appuient sur une expérience de plus de 30 ans dans les domaines de l'analyse macroéconomique et de la recherche sur le crédit ainsi que sur une gestion approfondie de la courbe des taux et de la courbe du crédit. Notre équipe a réussi à surmonter plusieurs cycles du marché et à offrir une valeur ajoutée à ses clients.

De plus, notre stratégie de titres à revenu fixe de base canadiens à gestion active a constamment été classée dans le premier quartile par rapport au groupe de comparaison des gestionnaires actifs de titres à revenus fixes de base canadiens, ce qui illustre l'efficacité de notre philosophie et de notre processus de placement. GPTD a traversé plusieurs cycles de marché, a ajouté de la valeur, a évité des pièges et s'est classée dans le premier quartile par rapport à ses pairs, comme l'illustre le graphique 11 ci-dessous.

Graphique 11 : Classement du gestionnaire actif médian, de GPTD et de l'indice au sein de l'univers des titres à revenu fixe de base canadiens



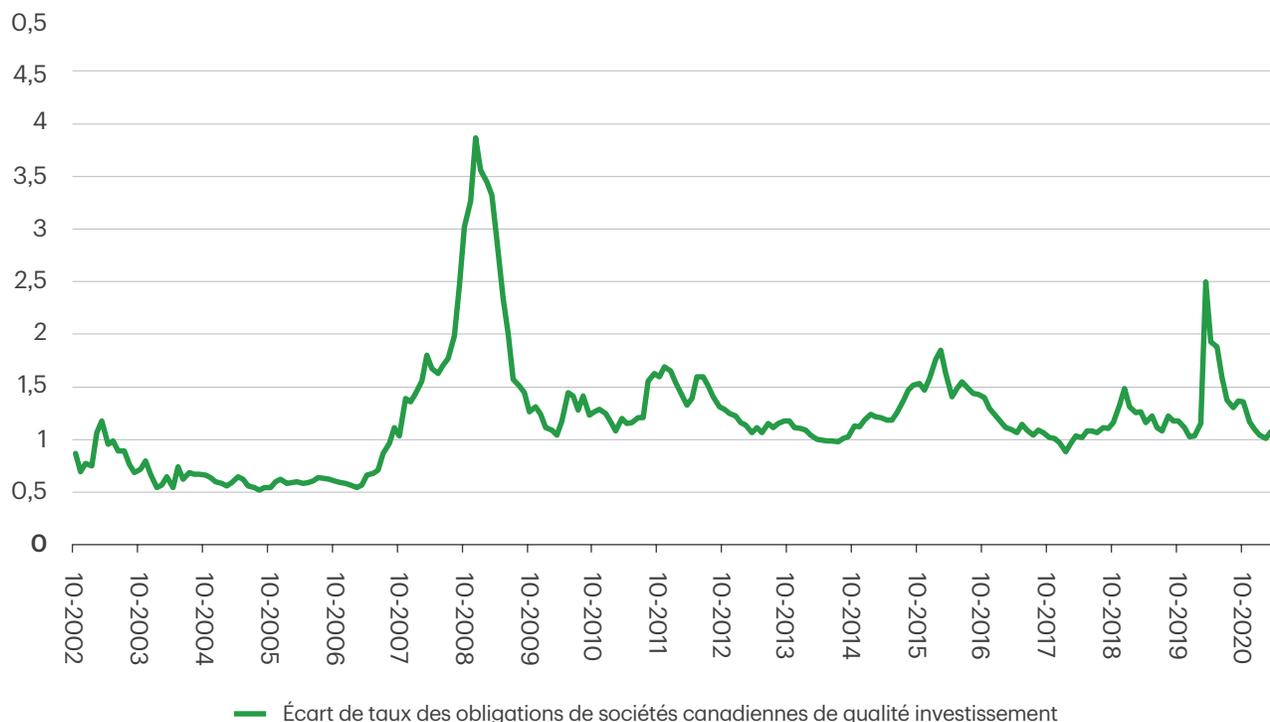
Sources : GPTD et eVestment. Au 31 mars 2021.

Nous traversons actuellement une période où les perspectives économiques évoluent rapidement, ce qui entraîne souvent des défis, mais surtout des occasions de placement. GPTD continue d'utiliser ses outils d'analyse pour repérer les occasions de valeur relative sur le marché et prendre des mesures en conséquence. Nos professionnels des placements chevronnés ont travaillé sans relâche pour procurer les meilleurs résultats possibles à nos clients. L'équipe de recherche sur le crédit continue de repérer et d'identifier les risques, tandis que l'équipe de gestion de portefeuille évalue ces risques sur le marché.

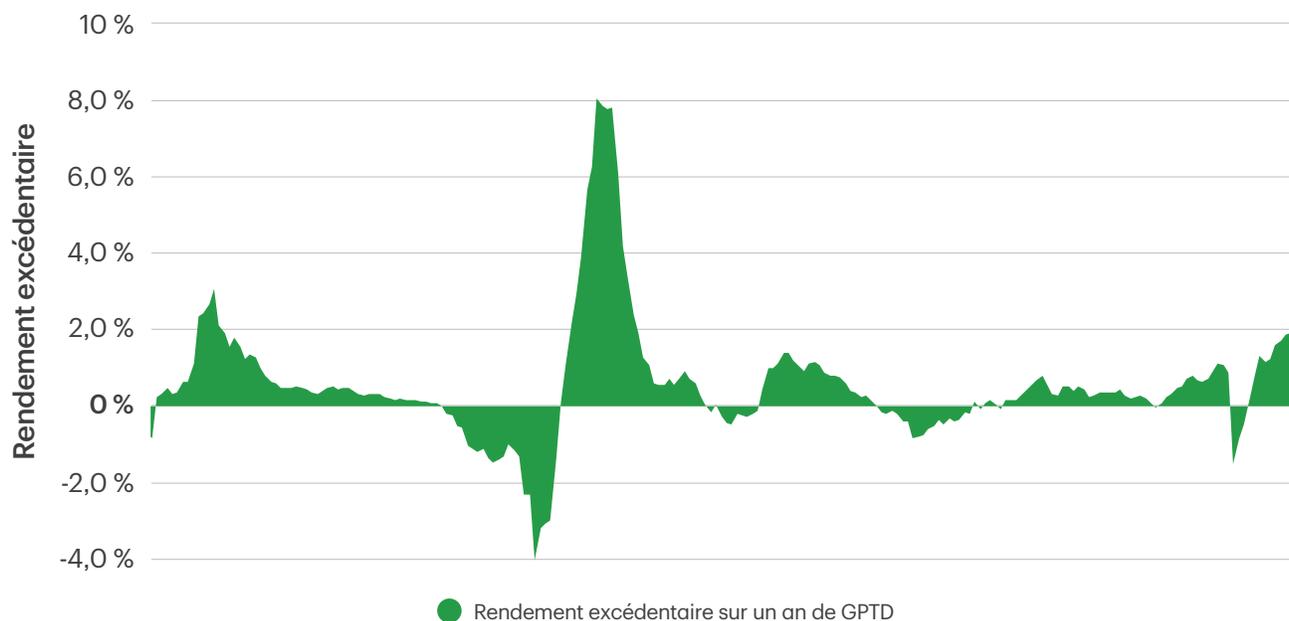
Suivant les événements sur les marchés qui ont entraîné un élargissement des écarts de taux au

cours des 15 dernières années, GPTD a été en mesure d'afficher des rendements considérablement supérieurs à ceux de l'indice de référence (voir le graphique 12). Étant donné la solide analyse économique et l'expertise en matière de crédit de notre équipe, nous pouvons déterminer si les événements qui ont une incidence sur les marchés financiers sont attribuables à une détérioration des marchés du crédit ou à un risque systématique. Grâce à une solide analyse de crédit, notre équipe peut repérer les titres mal évalués intéressants et tirer parti des occasions sur les marchés du crédit. Bref, l'exposition dynamique aux titres de créance offerte par les gestionnaires actifs est précieuse pour les investisseurs.

Graphique 12 : Écart de taux des obligations de sociétés canadiennes et rendements excédentaires sur 1 an des titres à revenu fixe de base de GPTD



Sources : Bloomberg L.P. Indice Bloomberg Barclays Canada Aggregate Corporate.
Données au 30 avril 2021.



Source : Bloomberg L. P. Les zones grises représentent une période de crise.
Données au 30 avril 2021.

Institutionnel

Suivez Gestion de Placements TD



Les renseignements aux présentes ont été fournis par Gestion de Placements TD Inc. aux fins d'information seulement. Ils proviennent de sources jugées fiables. Les graphiques et les tableaux sont utilisés uniquement à des fins d'illustration et ne reflètent pas les valeurs ou les rendements futurs des placements. Ces renseignements n'ont pas pour but de fournir des conseils financiers, juridiques, fiscaux ou de placement. Les stratégies fiscales, de placement ou de négociation devraient être étudiées en fonction des objectifs et de la tolérance au risque de chacun. Le présent document peut contenir des déclarations prospectives qui sont de nature prévisionnelle et pouvant comprendre des termes comme « prévoir », « s'attendre à », « compter », « croire », « estimer » ainsi que les formes négatives de ces termes. Les déclarations prospectives sont fondées sur des prévisions et des projections à propos de facteurs généraux futurs concernant l'économie, la politique et les marchés, comme les taux d'intérêt, les taux de change, les marchés boursiers et financiers, et le contexte économique général; on suppose que les lois et règlements applicables en matière de fiscalité ou autres ne feront l'objet d'aucune modification et qu'aucune catastrophe ne surviendra. Les prévisions et les projections à l'égard d'événements futurs sont, de par leur nature, assujetties à des risques et à des incertitudes que nul ne peut prévoir. Les prévisions et les projections pourraient s'avérer inexactes dans l'avenir. Les déclarations prospectives ne garantissent pas les résultats futurs. Les événements réels peuvent différer grandement de ceux qui sont exprimés ou sous-entendus dans les déclarations prospectives. De nombreux facteurs importants, y compris ceux énumérés plus haut, peuvent contribuer à ces écarts. Vous ne devriez pas vous fier aux déclarations prospectives. Gestion de Placements TD Inc. est une filiale en propriété exclusive de La Banque Toronto-Dominion. Toutes les marques de commerce appartiennent à leurs propriétaires respectifs. ^{MD} Le logo TD et les autres marques de commerce sont la propriété de La Banque Toronto-Dominion.