

Mise à jour sur le marché des titres à revenu fixe par l'Empire Vie

Un récapitulatif du marché obligataire pour l'année à ce jour

Par :

ALBERT NGO, MFE

Gestionnaire principal
de portefeuille

IAN FUNG, CFA

Gestionnaire principal
de portefeuille



Le marché des obligations d'État

L'année a commencé en force tandis que les marchés des titres à revenu fixe se sont redressés et ont commencé à anticiper un cycle de réduction des taux d'intérêt dès janvier et pour le reste de l'année, ce qui semblait prématuré. La Banque du Canada a également mis un frein à son cycle de hausse des taux en janvier, ce qui n'a fait qu'alimenter la notion qu'une désescalade se préparait pour la seconde moitié de l'année.

En février, au Canada comme aux États-Unis, les marchés des titres à revenu fixe ont reculé (c'est-à-dire que les taux se sont accrus) en réponse à de fortes données économiques persistantes, particulièrement dans le secteur de la vente de détail et dans le marché de l'emploi. En mars, plusieurs grands titres pesants ont annoncé la crise des banques régionales aux États-Unis, laquelle a commencé par la faillite de la Silicon Valley Bank et s'est poursuivie avec l'écroulement potentiel de Crédit Suisse. Ces deux événements ont alimenté un sentiment d'aversion au risque ainsi que la crainte d'une contagion, ce qui a entraîné un rebond des obligations.

Le marché a commencé à anticiper une diminution des taux pour le reste de l'année 2023 alors que les investisseurs et les investisseuses commençaient à présumer que la crise allait devenir généralisée. Cependant, la Réserve fédérale des États-Unis a établi de nouvelles modalités de trésorerie et a temporairement garanti les dépôts afin de renforcer la confiance envers le système bancaire. En outre, les autorités de réglementation de la Suisse ont apporté un soutien considérable à UBS en vue d'acquiescer Crédit Suisse¹.

À la suite de ces événements, les conditions ont commencé à se faire clémentes. Cependant, les données économiques ont continué de révéler une hausse surprenante autant au Canada qu'aux États-Unis, ce qui a témoigné de la résilience de la consommation, du marché de l'emploi et de l'inflation. Au Canada, quatre des six rapports produits depuis la pause de la hausse des taux ont révélé que la vente de détail a surpassé les prévisions consensuelles. Au cours de la même période, six des huit rapports ont également révélé que l'emploi s'est accru. Les États-Unis ont connu des conditions semblables. La vente de détail s'y est également maintenue : quatre des huit rapports produits depuis janvier ont affiché des résultats supérieurs aux attentes. L'emploi en a fait de même selon cinq rapports sur huit au cours de la même période.

L'inflation a affiché une tendance à la baisse au cours de l'année, particulièrement dans certains secteurs problématiques comme les véhicules d'occasion et les vols aériens. Cependant, elle demeure obstinément au-dessus de la cible de 2 %². Au Canada, l'inflation globale et l'inflation sous-jacente demeurent relativement élevées (c'est-à-dire supérieures à la cible de 2 %) et semblent avoir connu un regain dans les derniers mois. Aux États-Unis, l'inflation est étonnamment à la baisse et se situe même à un taux inférieur qu'attendu, bien qu'elle demeure toujours au-dessus de la cible de 2 %. Selon les résultats des sondages, on prévoit que l'inflation demeurera élevée autant au Canada qu'aux États-Unis, bien que certaines prévisions aient été revues à la baisse récemment.

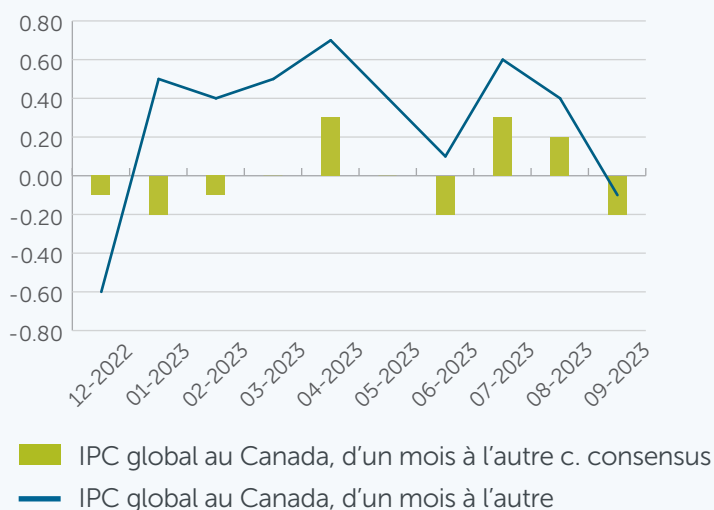
¹ Le soutien du gouvernement suisse comprenait : la dépréciation complète de la dette subordonnée AT1 de Crédit Suisse, des garanties sur les pertes potentielles de certains actifs ainsi que des liquidités supplémentaires.

² Source : U.S. Bureau of Labor Statistics; Statistique Canada; Bloomberg, le 31 août 2023.

Inflation à ce jour c. prévisions des analystes

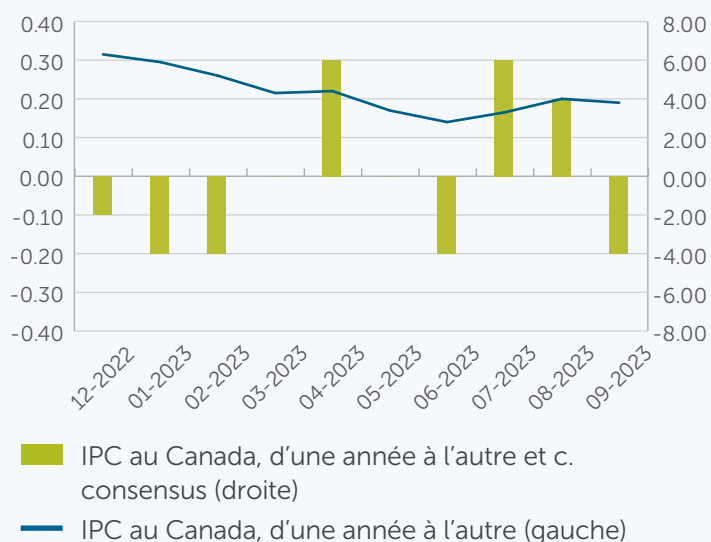
Inflation au Canada (d'un mois à l'autre c. prévisions)

IPC global au Canada, d'un mois à l'autre et c. consensus



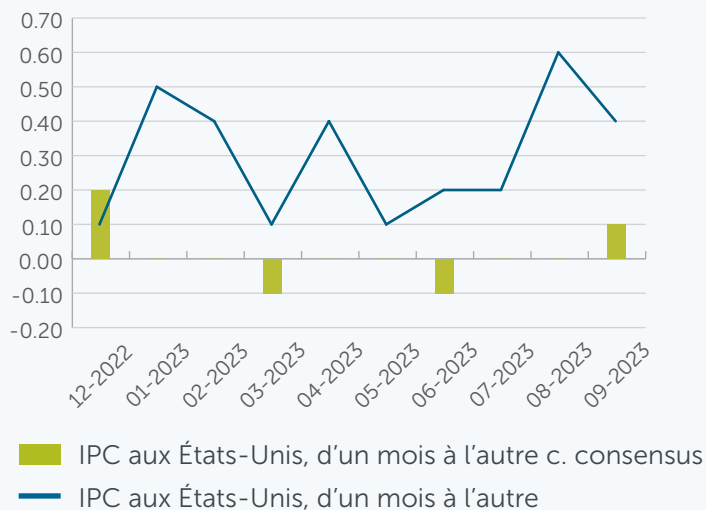
Inflation au Canada (d'une année à l'autre c. prévisions)

IPC global au Canada, d'une année à l'autre et c. consensus



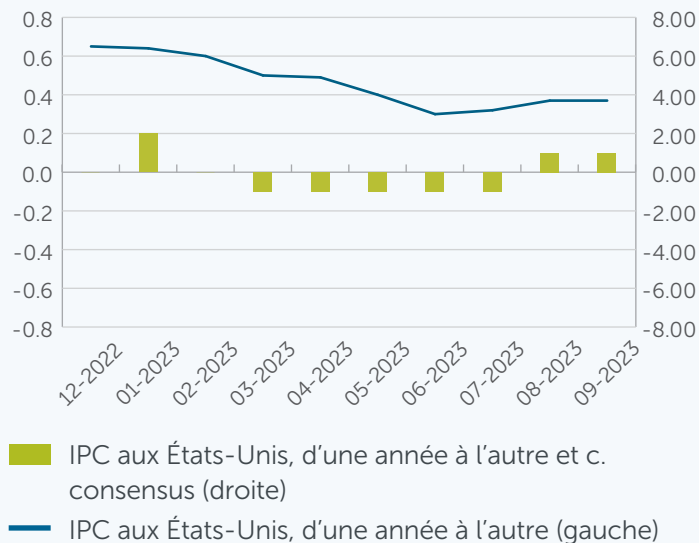
Inflation aux États-Unis (d'un mois à l'autre c. prévisions)

IPC global aux États-Unis, d'un mois à l'autre et c. consensus



Inflation aux États-Unis (d'une année à l'autre c. prévisions)

IPC global aux États-Unis, d'une année à l'autre et c. consensus



Source : Bloomberg, le 30 septembre 2023

Les signes précurseurs ne se sont pas estompés

Au Canada, la réaccélération de l'activité sur le marché de l'habitation a été particulièrement troublante : puisque la « pause » de la Banque du Canada a laissé présager la fin du cycle de hausse des taux d'intérêt, les prix de l'immobilier ont continué à s'accroître.

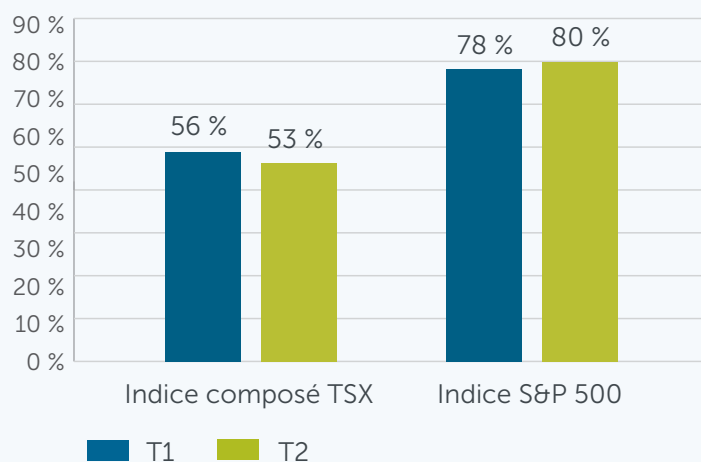
La robustesse de la consommation et de l'emploi a mené les banques centrales, et surtout la Banque du Canada, à effectuer de nouveaux resserrements. En effet, au Canada, le programme d'accroissement des taux a repris après l'annonce d'une série de données ponctuelles positives : la banque centrale a augmenté le taux de financement à un jour de 25 points de base en juin et en juillet. La Réserve fédérale a pour sa part adopté une approche différente : elle a effectué une série d'augmentations de 25 points de base à chaque occasion avant de prendre une brève pause en juin, laquelle s'est ensuivie d'une autre augmentation de 25 points de base en juillet.

Certains articles négatifs relativement aux titres à revenu fixe sont également parus au cours de l'année. Les dynamiques de l'approvisionnement se sont renforcées au Canada et aux États-Unis tandis que l'émission de titres de créance s'est accrue dans les deux pays, ce qui devrait exercer une pression à la hausse sur les rendements obligataires. La Banque du Japon a également annoncé qu'elle réévaluait sa politique de taux d'intérêt et majorait à la hausse sa cible de rendement pour les obligations japonaises à terme de 10 ans. Tandis que cette décision encouragera les investisseurs et les investisseuses en titres japonais à acheter des obligations locales plutôt qu'internationales, les rendements obligataires pourraient en souffrir.

Le marché des obligations de sociétés

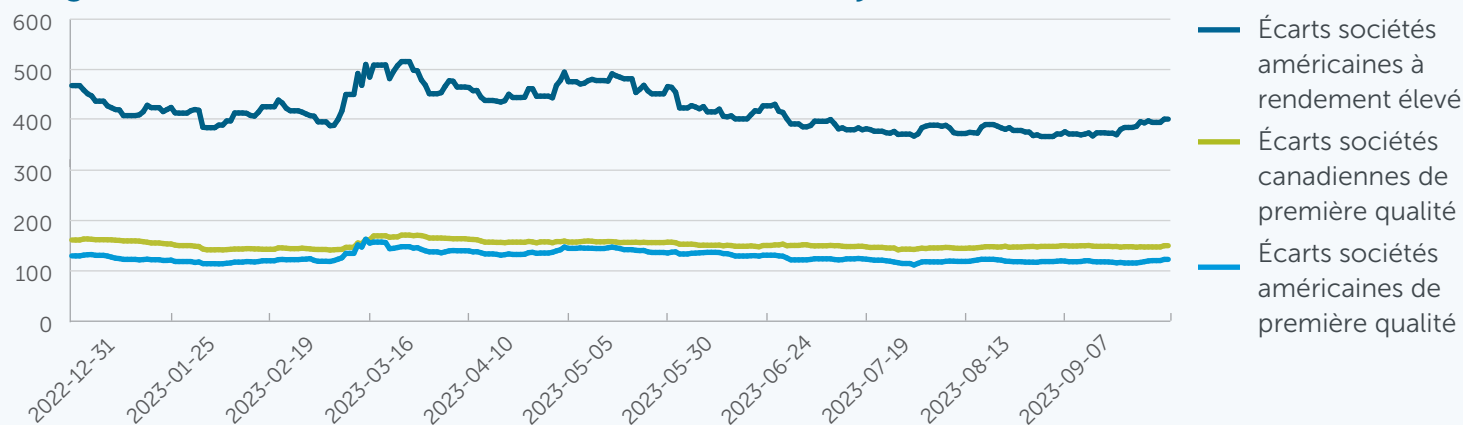
En mars, les écarts de taux des obligations de sociétés (soit les gains nets de rendement en comparaison avec des obligations d'État ayant la même échéance) ont atteint un sommet au Canada comme aux États-Unis. Cela s'explique par la crainte d'une hémorragie de la crise des banques régionales américaines et de l'effondrement de Crédit Suisse dans d'autres parties des marchés financiers et/ou de l'économie réelle. Puisque ces problèmes se sont avérés endigués, nous avons continué d'observer des données économiques relativement fortes pendant la majeure partie du T1 et du T2 : les gains des sociétés ont surpassé les attentes et les écarts de taux d'intérêt se sont resserrés jusqu'à atteindre de nouveaux creux pour l'année.

Pourcentage des entreprises dépassant les attentes en matière de bénéfices



Source : Bloomberg, le 31 août 2023

Obligations canadiennes de première qualité, américaines de première qualité, et écarts des obligations américaines à rendement élevé, exercice à ce jour



Source : Bloomberg, le 30 septembre 2023

QU'EST-CE QUE CELA SIGNIFIE POUR NOUS?

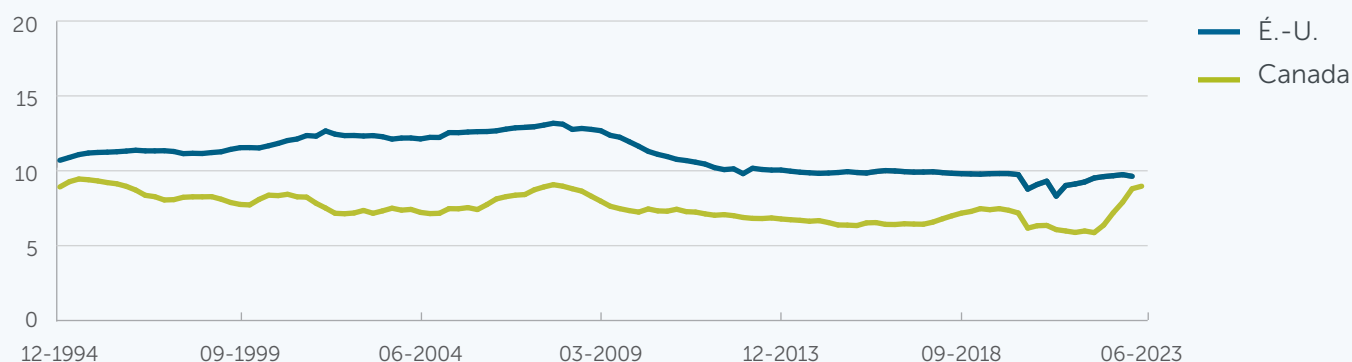
Les obligations d'État offrent des rendements attrayants et présentent un risque de crédit minime, voire inexistant

À l'heure actuelle, la dépendance aux données demeure l'approche privilégiée des banques centrales tandis qu'elles continuent d'examiner les effets différés de la politique monétaire. Depuis les rapides resserrements de la politique monétaire en 2022 et en 2023, la Banque du Canada et la Réserve fédérale des États-Unis observent attentivement les données économiques entrantes afin de réagir en conséquence. Si ces données s'adoucissent, les banques centrales pourraient s'abstenir d'augmenter de nouveau les taux d'intérêt tout en continuant d'adopter une approche restrictive

relativement à la politique monétaire. Les deux autorités ont laissé inchangé le taux de financement à un jour à la suite de leurs plus récentes réunions; cependant, si les données économiques restent fortes, la voie demeure ouverte pour des hausses additionnelles des taux d'intérêt.

Quoi qu'il en soit, nous observons des différences entre l'économie du Canada et celle des États-Unis. Tandis que l'économie du Canada est étroitement liée aux secteurs de l'immobilier et de l'habitation, elle demeure grandement sensible aux taux d'intérêt en raison des seuils d'endettement. En comparaison, l'économie des États-Unis ne dépend pas autant d'un seul secteur majeur, et les seuils d'endettement sont inférieurs, ce qui amoindrit la sensibilité de la consommation aux taux d'intérêt. Ainsi, en contexte de resserrement de la politique monétaire, les banques centrales du Canada et des États-Unis devraient réagir différemment. Comme nous le voyons ci-dessous, le ratio d'endettement a grimpé de façon spectaculaire au Canada en comparaison avec les creux observés pendant la pandémie de COVID-19, tandis que ce ratio a augmenté, mais s'est en quelque sorte renversé aux États-Unis.

Ratio du service de la dette : Canada c. É-U.



Source : Bloomberg, le 31 août 2023

Aux États-Unis, l'économie est demeurée étonnamment robuste malgré le resserrement de la politique monétaire et les taux réels positifs. L'emploi, la consommation et l'habitation se sont maintenus malgré les restrictions imposées par la politique monétaire. Compte tenu de la faiblesse de certaines mesures, la force de l'économie des États-Unis reste en quelque sorte un mystère. Par exemple, les indices d'activité régionale et les indices des directeurs d'achats du secteur de la fabrication affichent des valeurs négatives ou se rapprochent de niveaux observés lors de récessions passées. Cependant, les gains de sociétés et l'emploi continuent de résister pour l'instant.

De même, l'économie du Canada a fait preuve d'une grande résilience compte tenu des taux réels positifs. Le taux d'emploi est demeuré fort, et les gains de sociétés sont en assez bon état. Tandis que les plus récentes hausses de la banque centrale continuent de peser sur le secteur de l'habitation, l'activité de ce dernier commence à ralentir tant en matière de volume que de prix. Les données commencent à montrer des signes précurseurs de ralentissement économique. La vente de détail s'est essoufflée et s'est inscrite en territoire négatif pendant quatre des six derniers mois en ce qui a trait au volume. Les tendances en matière d'emploi témoignent toujours d'une résilience; cependant, en raison du ralentissement de la croissance, les sociétés ont tendance à protéger leurs marges en réduisant leurs dépenses globales, ce qui inclut également des compressions sur le plan de la main-d'œuvre.

Les banques centrales maintiendront probablement une politique restrictive pour le moment, c'est-à-dire que les taux demeureront élevés. Aux États-Unis, les contrats à terme sur taux d'intérêt prévoient de modestes compressions en 2024, suivies d'un léger assouplissement vers la fin de l'année. Cela concorde avec l'idée que la politique monétaire demeurera restrictive. Les taux réels correspondent aux taux d'intérêt nominaux moins le taux d'inflation. Si les banques centrales maintiennent les taux nominaux à leur niveau actuel, que l'inflation diminue naturellement jusqu'à atteindre un niveau inférieur à celui de l'an dernier et que tout le reste demeure inchangé, les taux réels devraient augmenter, ce qui entraînera un resserrement additionnel de la politique monétaire. Cependant, si l'inflation continue étonnamment de s'inscrire en hausse, les taux nominaux pourraient eux aussi augmenter afin que la politique monétaire demeure restrictive. Si les banques centrales estiment que la politique monétaire est suffisamment restrictive, il va de soi que certaines compressions seront imminentes, mais qu'un retour près de la borne du zéro est improbable. Les obligations d'État tireraient parti de toute réduction des taux d'intérêt, et si l'économie continue de s'affaiblir, un assouplissement de la politique monétaire

est possible. Les obligations d'État affichent des rendements que nous n'avons pas observés depuis des décennies, et ces rendements présentent un risque de crédit minime, voire inexistant.

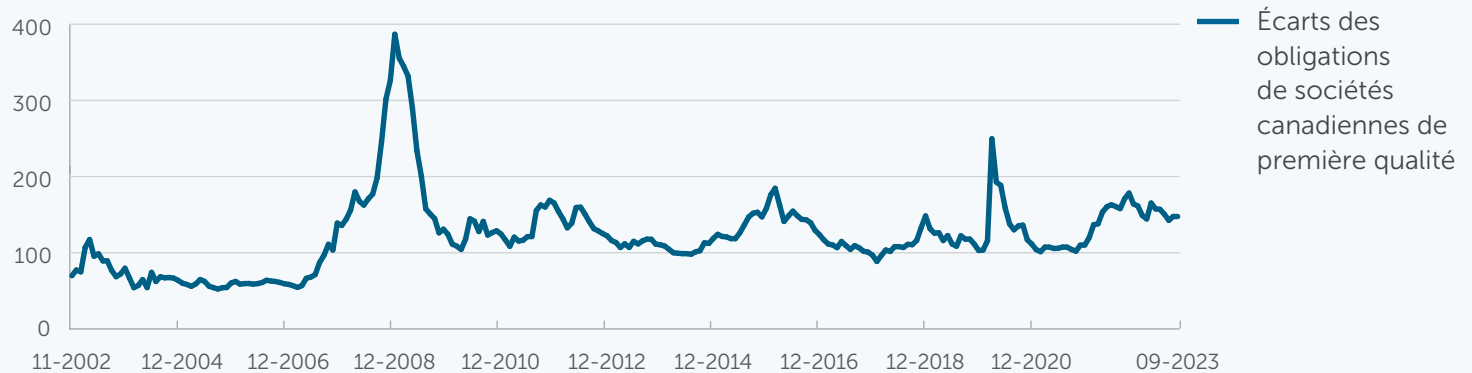
Les écarts de taux des obligations de sociétés offrent une juste valeur après s'être inscrits près de creux historiques pendant des années

Pendant trois des cinq dernières années, les obligations de sociétés ont offert aux investisseurs et aux investisseuses des écarts de taux/gains nets de rendement historiquement faibles. Cependant, à l'heure actuelle, elles offrent des écarts de taux attractifs qui se rapprochent des médianes historiques. Cet accroissement, en combinaison avec l'augmentation globale des taux, fait en sorte que les obligations de sociétés offrent les plus hauts rendements globaux des 15 dernières années, soit depuis le début de la crise financière mondiale de 2007-2008³. Compte tenu de cet environnement, nous tirons parti de l'occasion d'acheter des obligations, que celles-ci soient de qualité investissement ou émises par des sociétés lucratives, surtout quand elles s'inscrivent au début de la courbe de rendement.

Ces sociétés offrent des rendements élevés en raison de l'inversion de la courbe de rendement; ainsi, nous sommes persuadés que nous récupérerons entièrement notre placement. Bien que les données fondamentales des bilans de sociétés demeurent solides, nous adoptons une approche équilibrée relativement aux obligations de sociétés, et particulièrement pour les sociétés à rendement élevé, qui ont affiché une certaine détérioration. À la suite de six trimestres consécutifs (du début de 2021 jusqu'à la moitié de 2022) pendant lesquels les notes de crédit de sociétés à haut rendement ont affiché plus de surclassements que de déclassements, cette tendance est demeurée inversée pendant les cinq derniers trimestres. De plus, après avoir frôlé le creux historique de 1 % pendant presque toute l'année 2022, le taux de défaillance des entreprises a augmenté de 3 % cette année, et la majorité des prévisionnistes s'attendent à ce que ce pourcentage s'accroisse l'année prochaine. Comme c'était le cas lors des précédents cycles de défaillance des entreprises, les défaillances seront hautement influencées par les sociétés ayant un bilan de faible qualité ou une note de crédit de CCC⁴.

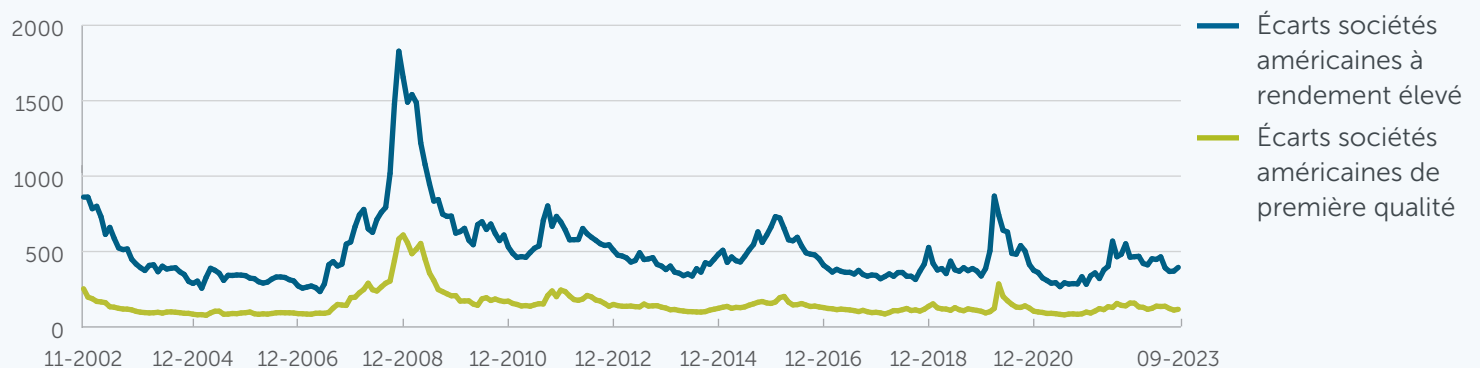
³ Source : Bloomberg, le 31 août 2023 ⁴ Source : Bloomberg, S&P global, le 31 août 2023

Écarts des obligations de sociétés canadiennes



Source : Bloomberg, le 30 septembre 2023

Écarts des obligations de sociétés américaines : de première qualité et à rendement élevé

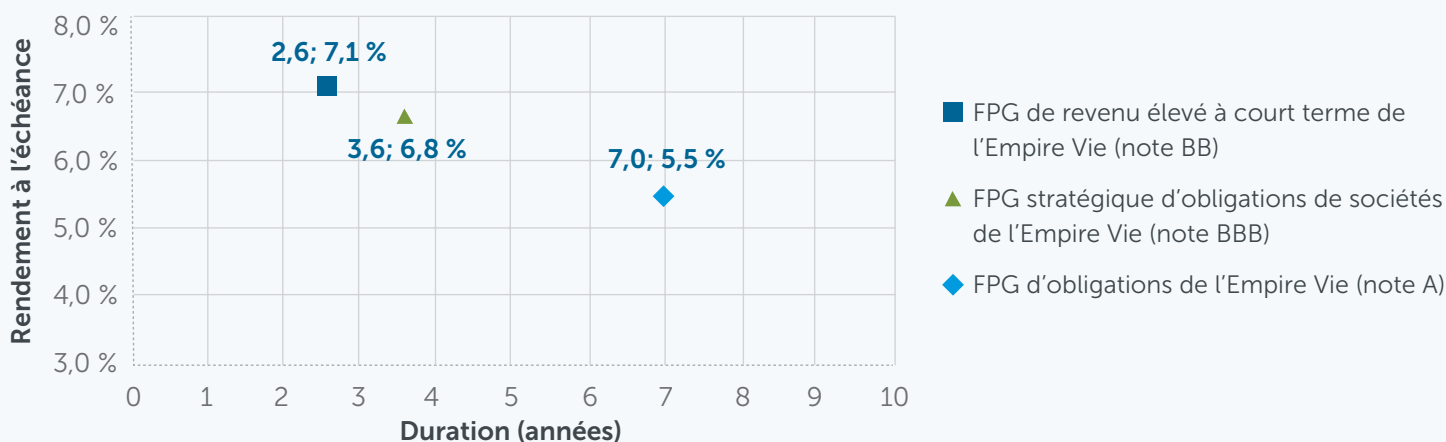


Source : Bloomberg, le 30 septembre 2023

Comment nos fonds se positionnent-ils?

En général, nous nous sommes méfiés de l'enthousiasme avec lequel on établissait les prix sur le marché selon les décisions de la banque centrale et le risque de crédit global des sociétés. Ci-dessous, nous fournissons une mise à jour sur le positionnement de notre gamme de FPG de titres à revenu fixe.

Risque lié aux taux d'intérêt et profil de rendement des fonds à revenu fixe de l'Empire Vie



Source : Placements Empire Vie Inc. le 30 sept. 2023. Les notes pour chaque fonds se rapportent à la notation des obligations la plus basse d'un titre qui serait considérée dans le portefeuille pour chaque fonds. Le rendement jusqu'à l'échéance reflète le rendement moyen pondéré à l'échéance de tous les titres dans chaque fonds respectif.

FPG d'obligations de l'Empire Vie

En tant que portefeuille composé de titres à revenu fixe essentiellement canadiens, le FPG d'obligations de l'Empire Vie présente le plus haut risque de durée (durée jusqu'à l'échéance de 7 ans) et le plus faible risque de crédit (note de crédit moyenne de A) de tous nos FPG de titres à revenu fixe. Ce fonds affichait une sous-pondération de la durée au début de l'année, puisque nous avons prévu que des hausses de taux additionnelles se préparaient. De plus, nous étions d'avis que l'établissement des prix sur le marché selon la supposition que les taux allaient faire l'objet d'une compression en 2023 était ambitieux et prématuré. Ainsi, le fonds a affiché une sous-performance pendant la première moitié de l'année en raison des relèvements de taux.

Nous avons maintenu notre pondération plus élevée en titres de crédit, mais nous nous sommes concentrés sur les titres de haute qualité dans le portefeuille. Les titres à court terme du secteur privé présentent toujours des gains nets de rendement attrayants, mais nous avons également ajouté des obligations d'État. En raison des perspectives plus constructives sur la durée et la dette publique, nous avons prolongé la durée de nos titres précédemment sous-pondérés pour la fixer à un niveau plus neutre de 7 ans. Nous demeurons également à l'affût d'occasions de prolonger la durée de façon globale.

FPG stratégique d'obligations de sociétés de l'Empire Vie et FPG de revenu élevé à court terme de l'Empire Vie

Le FPG de revenu élevé à court terme de l'Empire Vie présente le plus faible risque de durée (2,5 ans), mais le plus haut risque de crédit (note de crédit moyenne de BB) de tous nos FPG. Cependant, il présente tout de même un risque de crédit inférieur à l'indice d'obligations de sociétés à rendement élevé (note de crédit moyenne de B). Pour sa part, le FPG stratégique d'obligations de sociétés de l'Empire Vie se situe entre notre FPG d'obligations et notre FPG de revenu élevé à court terme en ce qui a trait à la durée (4 ans) et au risque de crédit (note de crédit moyenne de BBB).

Au fil de l'année 2023, nous avons continuellement maintenu cette combinaison de durée et de meilleure qualité du crédit élevée. Compte tenu de notre position prudente, nous avons maintenu un faible niveau d'exposition aux obligations cotées CCC (moins de 1 % dans notre FPG stratégique d'obligations de sociétés et environ 1 % dans notre FPG de revenu élevé à court terme, contre une exposition de plus de 10 % dans l'indice d'obligations de sociétés à rendement élevé). Malheureusement, cette catégorie d'obligations à haut rendement s'est avérée la plus performante en cumul annuel jusqu'à ce jour. Puisque la valorisation des obligations de sociétés se situe près des médianes historiques et que les

défaillances d'entreprises sont plus susceptibles d'augmenter que de diminuer, nous maintiendrons notre équilibre entre duration faible et qualité élevée et viserons à tirer avantage des occasions au fur et à mesure qu'elles se présentent.

En résumé, nous maintenons une position conservatrice, mais nous tournons un regard prospectif sur les indicateurs et les données économiques tout en demeurant à l'affût de nouvelles occasions de déployer du capital.



Pour en savoir plus sur nos solutions de titres à revenu fixe primées*, communiquez avec votre conseiller ou conseillère en sécurité financière ou visitez le empire.ca.

* **Le FPG de revenu élevé à court terme de l'Empire Vie a reçu le trophée FundGrade A+ en 2022 en tant que fonds ayant obtenu le meilleur rendement dans sa catégorie.** La note FundGrade A+® est utilisée avec la permission de Fundata Canada Inc., tous droits réservés. Les prix FundGrade A+® annuels sont présentés par Fundata Canada Inc. afin de déterminer « la crème de la crème » des fonds de placement canadiens. La note FundGrade A+® est complémentaire aux notes mensuelles FundGrade et est calculée à la fin de chaque année civile. Le système de notation FundGrade évalue les fonds en fonction de leur rendement ajusté au risque, mesuré par le ratio de Sharpe, le ratio de Sortino et le ratio d'information. Le résultat pour chaque ratio est calculé individuellement, sur des périodes de 2 à 10 ans. Les résultats sont alors équipondérés afin de calculer une note mensuelle FundGrade. Ainsi, 10 % des fonds gagnent la note A, 20 % des fonds obtiennent la note B, 40 % des fonds reçoivent la note C, 20 % des fonds recueillent la note D et 10 % des fonds reçoivent la note E. Tous les fonds admissibles doivent avoir reçu une note mensuelle FundGrade au cours de l'année précédente. Les notes mensuelles FundGrade de « A » à « E » reçoivent des notations allant respectivement de 4 à 0. Le résultat moyen d'un fonds détermine sa moyenne pondérée cumulative (MPC). Tout fonds possédant une MPC supérieure ou égale à 3,5 reçoit la note A+. Pour plus de renseignements, veuillez consulter le site Web www.FundGradeAwards.com. Même si Fundata fait de son mieux pour s'assurer de la fiabilité et de la précision des données contenues dans la présente, l'exactitude de ces dernières n'est pas garantie par Fundata.

Les renseignements contenus dans ce document sont présentés à des fins d'information générale uniquement et ne visent pas à donner des conseils de placement exhaustifs. L'information obtenue auprès de sources tierces est jugée comme fiable, mais la société ne peut en garantir l'exactitude. L'information contenue dans ce document est fournie à titre indicatif seulement et ne peut être considérée comme constituant des conseils juridiques, fiscaux, financiers ou professionnels. L'Empire, Compagnie d'Assurance-Vie décline toute responsabilité quant à l'utilisation ou à la mauvaise utilisation de cette information, ainsi qu'aux omissions relatives à l'information présentée dans ce document. Veuillez demander conseil à des professionnels avant de prendre une quelconque décision.

Placements Empire Vie Inc. est le gestionnaire de portefeuille des fonds distincts de l'Empire Vie. Placements Empire Vie Inc. est une filiale en propriété exclusive de L'Empire, Compagnie d'Assurance-Vie.

Toutes les autres marques de commerce sont la propriété de leurs détenteurs respectifs.

Les contrats de fonds distincts sont établis par L'Empire, Compagnie d'Assurance-Vie (Empire Vie). La brochure documentaire du produit considéré décrit les principales caractéristiques de chaque contrat individuel à capital variable. **Tout montant affecté à un fonds distinct est placé aux risques du titulaire du contrat, et la valeur du placement peut augmenter ou diminuer.** Veuillez lire la brochure documentaire, le contrat et l'aperçu du fonds avant d'investir. Le rendement passé ne garantit pas les résultats futurs.

^{MD} Marque déposée de L'Empire, Compagnie d'Assurance-Vie. Les polices sont établies par L'Empire, Compagnie d'Assurance-Vie.

L'Empire, Compagnie d'Assurance-Vie

259, rue King Est, Kingston ON K7L 3A8

Assurance et placements – Avec simplicité, rapidité et facilité^{MD}

empire.ca info@empire.ca 1 877 548-1881

INV-1410003-FR-10/23

