



Analyse macroéconomique des titres à revenu fixe à gestion active pour une gestion de portefeuille efficace

Sherbanu Moledina

Associée
Gestion des portefeuilles clients, Clientèle institutionnelle
Gestion de Placements TD Inc.

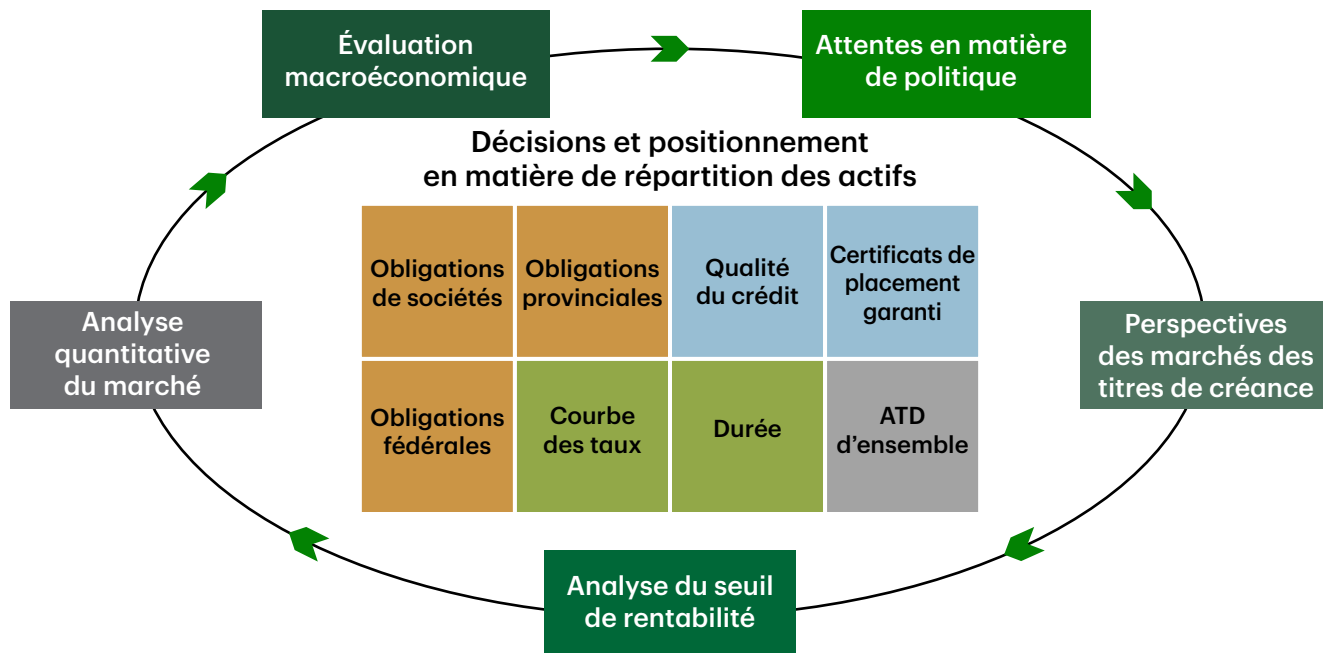
Alexandra Gorewicz

Vice-présidente et directrice
Gestionnaire de portefeuille
Gestion de Placements TD Inc.

Après deux années de hausse des taux d'intérêt, les banques centrales des marchés développés y mettent un frein, passant d'un cycle de hausse des taux à un cycle de baisse des taux. Toutefois, leurs intentions précises seront fonction de l'inflation et des données économiques à mesure qu'elles seront publiées.

Pour s'adapter à un contexte d'évolution constante des taux, il faut adopter une approche rigoureuse à l'égard des titres à revenu fixe à gestion active, qui doit inclure une expertise en analyse macroéconomique et en recherche sur le crédit. C'est précisément l'approche adoptée par Gestion de Placements TD Inc. (GPTD). Bien que GPTD utilise à la fois une approche descendante et une approche ascendante en matière d'analyse du marché, le présent document met l'accent sur son approche descendante, et détaille chaque étape du processus.

Figure 1 : Cadre macroéconomique descendant de GPTD en matière de titres à revenu fixe à gestion active



Analyse quantitative du marché

Notre processus d'analyse macroéconomique des titres à revenu fixe comprend une boucle de rétroaction sans point de départ ou d'arrivée fixe. Nous commençons par l'analyse quantitative des marchés.

Notre approche pour réaliser l'analyse des marchés repose sur une combinaison de stratégies descendantes et ascendantes. Chaque étape de notre processus intègre des éléments des deux approches à divers degrés. Nous mettons l'accent sur les points suivants :

- Volatilité :** Nous analysons la volatilité historique (ex post) pour comprendre le comportement passé des marchés dans diverses catégories d'actif, y compris les taux d'intérêt, les titres de créance, les actions et les opérations de change (FX). Nous évaluons également la volatilité prévisionnelle (ex ante), qui aide à repérer les écarts de cours et à mettre en contexte les fluctuations subséquentes des marchés.
- Corrélation :** Nous évaluons les corrélations entre les actifs à faible risque (p. ex., les obligations d'État) et divers actifs risqués (p. ex., les obligations de sociétés et les actions), ce qui nous aide à diversifier les portefeuilles et à gérer le risque. Par exemple, les variations des composantes de la courbe des taux (taux réel prévu, primes à terme [taux réel], taux d'inflation prévu et primes à terme [inflation])
- Indicateurs de confiance :** Nous suivons divers indicateurs établis en matière de confiance à l'égard du risque. Ces indicateurs aident à mieux évaluer la tolérance au risque de crédit des investisseurs et ses répercussions sur le rendement excédentaire.
- Liquidité et conditions financières :** Nous tenons compte des taux d'intérêt, des écarts de taux et des fluctuations des taux de change, qui constituent les principaux facteurs influençant le comportement des marchés. Comprendre comment les variations des taux d'intérêt et des taux de change influent sur différentes catégories d'actif aide à élaborer de solides stratégies de placement.

En résumé, notre processus intègre de nombreux facteurs quantitatifs et qualitatifs, qui visent à orienter une construction de portefeuille robuste. Nous perfectionnons continuellement notre approche pour tenir compte de l'évolution de la dynamique des marchés et du comportement des investisseurs, en veillant à ce que nos stratégies demeurent efficaces.

Évaluation macroéconomique

À GPTD, nous nous efforçons d'être proactifs dans le positionnement de notre portefeuille. Pour atteindre cet objectif, nous utilisons un modèle interne exclusif qui nous aide à comprendre le contexte de marché actuel et à prendre des décisions éclairées.

Notre modèle tient compte de plusieurs indicateurs clés, comme le marché du travail, l'indice des directeurs d'achats, la structure des échéances, les valorisations, l'inflation et les conditions de crédit. La pondération de chaque indicateur varie en fonction de l'étape du cycle économique, et les données sont transformées

en un indicateur qui donne la probabilité d'un marché haussier ou baissier. Si l'indicateur tombe sous un certain seuil, il signale une probabilité accrue d'un possible marché baissier.

Notre expérience nous a montré qu'il s'agit d'un outil fiable qui nous renseigne sur le niveau de risque que nous devrions prendre dans le portefeuille (titres de créance ou obligations d'État). Notre objectif ultime est de repérer les occasions qui offriront le meilleur rendement pour un niveau de risque donné.



De plus, nous intégrons des indicateurs qui sont mis à jour plus fréquemment (p. ex., chaque semaine ou aux deux semaines). Ces indicateurs nous fournissent des renseignements plus immédiats et nous aident à prendre des décisions plus tactiques.

Ces indicateurs avancés aident à prédire les composantes futures du panier d'inflation et les conditions macroéconomiques générales. Nous ne nous appuyons pas uniquement sur notre modèle de répartition des actifs, un modèle exclusif élaboré par l'équipe de répartition des actifs de GPTD. Nous utilisons d'autres facteurs et évaluons les conditions macroéconomiques générales, comme les indicateurs de marché essentiels des marchés émergents. Ces renseignements nous aident à prévoir les résultats en ce qui concerne les taux réels, l'inflation et les conditions de crédit.

Nous utilisons divers indicateurs à une fréquence plus élevée pour améliorer notre compréhension et nos capacités de prévision. Par exemple, nous avons élaboré des modèles internes qui nous guident quant au moment de prendre certaines positions

de négociation, en fonction des demandes de prestations d'assurance-chômage, qui sont fréquemment mises à jour. Ces données nous aident à décider s'il faut opter pour une position acheteur ou une position vendeur, et sur quelle période, ce qui fournit une base pour un rééquilibrage plus fréquent.

Nous ne nous contentons pas de faire le suivi des données; nous les mettons à l'épreuve pour générer des signaux réalisables. Cela comprend les indicateurs de confiance, les données économiques à haute fréquence et les modèles conçus pour prédire les conditions de marché, comme la probabilité d'un marché haussier ou baissier au cours des 12 prochains mois.

En tirant parti d'une variété d'indicateurs et en perfectionnant continuellement nos modèles, nous obtenons une vue nuancée de la dynamique des marchés, ce qui nous permet de dégager des points de vue stratégiques et tactiques. Cette approche nous permet de générer des signaux plus fréquents et plus fiables, en veillant à ce que nos stratégies demeurent robustes et adaptées aux conditions changeantes.

Attentes en matière de politique

Notre analyse des attentes en matière de politique est essentielle pour comprendre les répercussions des politiques monétaire et budgétaire sur les marchés. Cela comprend un examen approfondi de divers indicateurs et de leurs répercussions sur les taux réels et nominaux.

Notre analyse des taux comprend une étude des mesures prises par les banques centrales et un examen des attentes d'inflation par rapport aux taux réels.

Mesures des banques centrales

Le rôle des banques centrales dans l'élaboration de la politique monétaire est essentiel dans les marchés développés (MD) et les marchés émergents (MÉ). Notre analyse consiste à examiner les paramètres politiques actuels dans l'ensemble de ces marchés afin de comprendre les répercussions économiques générales. Les banques centrales des MD, comme la Réserve fédérale américaine, la Banque centrale européenne et la Banque du Japon, suivent habituellement des cadres de politique monétaire prévisibles et transparents. Nous suivons des indicateurs économiques clés comme la croissance du produit intérieur brut, les taux de chômage et l'inflation pour évaluer les mesures que les banques centrales pourraient prendre.

Par exemple, lorsque la Réserve fédérale américaine réduit graduellement son orientation expansionniste, se tournant vers une position plus neutre à mesure que la conjoncture économique s'améliore, cela a des répercussions sur les taux réels, les attentes d'inflation et leurs primes à terme, que nous surveillons de près.

Les banques centrales des MÉ, comme celles du Brésil, de l'Inde et de l'Afrique du Sud, sont souvent confrontées à des conditions économiques volatiles et à des pressions politiques, ce qui se traduit par des paramètres politiques moins prévisibles. Les économies des MÉ sont plus sensibles aux conditions économiques mondiales et aux flux de capitaux. Pour ces marchés, nous analysons les tendances de l'inflation, la stabilité des devises et les niveaux d'endettement externe.

Attentes d'inflation par rapport aux taux réels

Les attentes d'inflation et les taux réels sont des composantes essentielles des taux nominaux. Notre analyse porte sur ce à quoi s'attendent les marchés par rapport à nos propres attentes. La prime à terme reflète le taux de revenu supplémentaire nécessaire pour détenir des obligations à long terme plutôt que des titres à court terme, ce qui permet de tenir compte de l'incertitude. Nous examinons les taux réels courants et déterminons la prime à terme prise en compte. Nous analysons les variations trimestrielles des écarts de rentabilité sur 10 ans et des taux réels. Cela nous aide à comprendre les attentes d'inflation du marché et les trajectoires des taux réels.

En comparant la tarification du marché à nos modèles internes, nous repérons les irrégularités et les inefficiences potentielles du marché. Nous élaborons des scénarios en fonction des résultats économiques potentiels (p. ex., atterrissage en douceur, atterrissage brutal ou aucun atterrissage) et simulons les trajectoires de taux futures. En utilisant des outils pour modifier les trajectoires prévues, nous créons des prévisions pondérées en fonction des probabilités en intégrant des évaluations macroéconomiques et quantitatives pour prédire les comportements les plus probables des marchés.

Comprendre la relation entre les attentes en matière de politique et la tarification du marché nous aide à évaluer les conditions financières, en particulier par l'intermédiaire des taux, et à ajuster nos stratégies en conséquence.

Économie

Perspectives des marchés des titres de créance

En étudiant attentivement les tendances macroéconomiques mondiales, nous acquérons une meilleure compréhension du contexte économique actuel, de l'humeur des marchés et des possibles événements imprévus. Une fois que nous avons compris l'évaluation des marchés, nous établissons les perspectives des marchés des titres de créance en fonction des événements en temps réel. Ces événements sont les suivants :

- **Rendement récent et indicateurs d'alerte du marché :** Notre analyse comprend la surveillance du rendement récent du marché et des indicateurs d'alerte afin d'évaluer la santé et la stabilité des marchés des titres de créance. Nous utilisons diverses mesures, comme les variations des écarts de taux, les indices de volatilité, les tendances en matière de qualité du crédit et les mesures de liquidité, pour évaluer la capacité d'absorption du marché et repérer les points de tension potentiels.
- **Dynamique de l'offre et de la demande :** Nous examinons de près la demande et l'offre de nouvelles émissions de titres de créances dans différents secteurs. Cela comprend le suivi de l'offre de nouvelles émissions, des concessions sur les nouvelles émissions, des flux de fonds et du positionnement des investisseurs pour comprendre l'équilibre entre l'offre et la demande. L'accent est mis sur l'incidence des nouvelles offres sur les écarts de taux et l'humeur générale des marchés.
- **Prévisions de bénéfices au sein des secteurs :** Les prévisions de bénéfices sont un élément essentiel de notre analyse sectorielle. Nous surveillons les rapports trimestriels sur les bénéfices et les prévisions pour repérer les tendances émergentes et les risques ou occasions potentiels dans chaque secteur. Cela nous aide à anticiper les réactions des marchés et à ajuster nos stratégies de placement en conséquence.
- **Thèmes sectoriels :** Notre analyse sectorielle comprend la détermination et l'analyse des principaux thèmes qui pourraient avoir une incidence sur les rendements. Ces thèmes peuvent comprendre la croissance des salaires, les perturbations de la chaîne d'approvisionnement, les facteurs environnementaux et les changements réglementaires. Nous intégrons ces thèmes dans nos perspectives générales des marchés afin de mieux comprendre les risques et les occasions propres aux secteurs et aux émetteurs.
- **Dynamique de l'effet de levier ex ante (secteurs et sociétés) :** Nous évaluons la dynamique de l'effet de levier au sein des secteurs et des sociétés, en mettant l'accent sur les attentes en matière de révisions à la hausse ou à la baisse des cotes de crédit. Pour ce faire, nous analysons les ratios financiers, les profils d'échéance des titres de créance, les politiques de répartition du capital et les risques de refinancement, en plus de discuter avec les directions d'entreprise. Nos modèles exclusifs nous aident à prévoir les changements potentiels dans les cotes de crédit, ce qui est essentiel à la gestion du risque du portefeuille.
- **Évaluation exclusive du risque de crédit pour chaque émetteur :** Nous effectuons des évaluations exclusives du risque de crédit pour chaque émetteur de notre portefeuille, ce qui comprend l'évaluation de la santé financière et de la résilience du modèle d'affaires. Nos évaluations sont complétées par des cotes de crédit externes et des indicateurs du marché afin d'obtenir une vue d'ensemble du risque de crédit. Des mises à jour et des discussions régulières avec notre équipe de recherche sur le crédit nous permettent de nous assurer que nos évaluations des risques sont à jour et reflètent tout changement ayant pu survenir.

Perspectives



Analyse du seuil de rentabilité

Notre méthode d'évaluation comprend l'analyse des écarts de rentabilité et de leurs centiles sur différentes périodes, comme les cinq ou quinze dernières années. Nous commençons par un examen général, en étudiant différentes catégories d'actif, puis nous nous penchons sur des analyses plus détaillées qui tiennent compte des événements récents.

- **Par catégorie d'actif :** Nous évaluons les écarts de rentabilité pour différentes catégories d'actif, ce qui fournit une vue complète des valorisations dans l'ensemble du marché. Pour ce faire, nous examinons les données historiques et les conditions actuelles des marchés afin de comprendre le profil global de risque et de rendement de chaque catégorie d'actif.
- **Selon la qualité du crédit :** Pour chaque catégorie d'actif, nous segmentons en fonction de la qualité du crédit. Cela nous aide à déterminer en quoi les écarts et la volatilité diffèrent entre les titres à rendement élevé et les titres de qualité investissement. Nous tenons également compte des prêts à effet de levier et de la dynamique particulière des obligations à rendement élevé.
- **Par secteur :** Nous analysons les seuils de rentabilité par secteur pour saisir les risques et les occasions propres à chaque secteur. Cela comprend l'analyse de la volatilité des écarts, des cotes Z et d'autres mesures pertinentes pour chaque secteur, ce qui nous aide à comprendre comment les différentes conditions économiques et tendances sectorielles influent sur les écarts de taux.
- **Par émetteur :** Pour plus de précision, nous analysons aussi les écarts de rentabilité des émetteurs individuels. Cela comprend une évaluation détaillée de la santé financière, du risque de crédit et du positionnement sur le marché de chaque émetteur.

Notre analyse du seuil de rentabilité appuie la construction du portefeuille, car elle permet de repérer les secteurs, les émetteurs et les titres sous-évalués ou surévalués. Elle nous permet également d'équilibrer le risque et le rendement, en veillant à ce que le portefeuille cadre avec nos objectifs de placement et notre tolérance au risque.

Conclusion

Tous ces niveaux d'analyse sont essentiels à la construction efficace du portefeuille. En analysant les données de cette façon, nous pouvons transformer nos principes directeurs en mesures réalisables. Cette approche structurée nous permet d'être bien informés quant aux conditions du marché et de prendre des décisions de placement stratégiques et tactiques.

Notre cadre de placement intègre divers facteurs quantitatifs et qualitatifs permettant de dresser un portrait complet du marché et d'améliorer ainsi la construction de notre portefeuille et notre gestion des risques. En analysant la volatilité historique et prospective, les corrélations, les indicateurs de confiance, le positionnement et les conditions

de liquidité, nous acquérons une solide compréhension de la dynamique des marchés.

Ensemble, tous les éléments qui précèdent ont une incidence sur notre processus de budgétisation des risques. Ils nous aident à déterminer l'ampleur optimale de chaque facteur et à mettre en œuvre efficacement des perspectives à la fois stratégiques au moyen de la répartition des obligations, et tactiques en utilisant des produits dérivés. Cela nous permet de nous assurer que nos stratégies sont alignées sur l'évolution des conditions du marché et, par conséquent, qu'elles sont bien positionnées en vue de l'atteinte de notre cible de valeur ajoutée. ■

Analyse



À l'intention des investisseurs institutionnels canadiens seulement. Ne pas distribuer.

Les renseignements contenus dans le présent document ne servent qu'à des fins d'information. 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. Ce document ne constitue pas une offre destinée à une personne résidant dans un territoire où une telle offre est illégale ou n'est pas autorisée. Ces documents n'ont été examinés par aucune autorité en valeurs mobilières ni aucun autre organisme de réglementation dans les territoires où nous exerçons nos activités et ne sont pas enregistrés auprès de ceux-ci. Toute discussion ou opinion générale contenue dans ces documents concernant les titres ou les conditions du marché représente notre point de vue ou celui de la source citée. Sauf indication contraire, il s'agit de points de vue exprimés à la date indiquée et sous réserve de changement. Les données sur les placements, la répartition de l'actif ou la diversification du portefeuille sont historiques et peuvent changer. Ce document peut contenir des énoncés prospectifs. Les énoncés prospectifs reflètent les attentes et les projections actuelles à l'égard d'événements ou de résultats futurs en fonction des données actuellement disponibles. Ces prévisions et projections pourraient s'avérer inexactes à l'avenir, car des événements qui n'ont pas été prévus ou pris en compte dans leur formulation pourraient se produire et entraîner des résultats sensiblement différents de ceux exprimés ou implicites. Les énoncés prospectifs ne garantissent pas le rendement futur et il faut éviter de s'y fier. Les projections, les cibles ou les estimations présentées dans cette présentation sont des énoncés prospectifs fondés sur nos recherches, nos analyses et nos hypothèses internes. Rien ne garantit que ces projections, cibles ou estimations se réaliseront et les résultats réels peuvent en différer substantiellement. Des renseignements supplémentaires sur nos hypothèses sont disponibles sur demande. D'autres événements, qui n'ont pas été pris en compte dans la formulation de telles projections, cibles ou estimations, peuvent se produire et influencer considérablement sur les résultats ou le rendement. Solutions de placement mondiales TD représente Gestion de Placements TD Inc. (« GPTD ») et Epoch Investment Partners, Inc. (TD Epoch). GPTD et TD Epoch sont des sociétés affiliées et des filiales en propriété exclusive de La Banque Toronto-Dominion.^{MD} Le logo TD et les autres marques de commerce TD sont la propriété de La Banque Toronto-Dominion ou de ses filiales.