

Trouver le taux optimal

Déterminer la pondération appropriée des produits de base



Hussein Allidina

directeur général et chef, Produits de base, Gestion de Placements TD

Haining Zha

vice-président et directeur, Recherche sur la répartition des actifs, Gestion de Placements TD

En bref

- Les produits de base peuvent jouer un rôle important dans la construction d'un portefeuille, car ils ont le potentiel d'offrir une protection contre l'inflation, une diversification du portefeuille et des rendements attendus positifs au fil du temps.
- Nous attendons à ce que les rendements des produits de base surpassent nos hypothèses à long terme au sujet des marchés financiers au cours des prochaines années, car, après des années de sous-investissement, l'offre de produits de base est restreinte. Historiquement, les rendements des produits de base ont dépassé les moyennes à long terme pendant la phase d'investissement du cycle des produits de base.
- Du point de vue de la répartition, il n'y a pas de solution unique pour définir la répartition optimale des produits de base. La répartition optimale peut dépendre de la structure actuelle du portefeuille, de l'appétit pour le risque de façon globale et, surtout, des hypothèses des marchés des capitaux quant au rendement et au risque de la catégorie d'actif.
- En supposant un rendement à long terme attendu de 5 % pour les produits de base, notre modélisation montre que le rendement ajusté au risque d'un portefeuille traditionnel 60/40 peut être amélioré avec à une répartition des produits de base de 4,3 %. Fait important, si le rendement s'établit en moyenne à 8 %, la répartition optimale des produits de base augmente à 9,4 %.

À Gestion de Placements TD Inc. (GPTD), nous sommes d'avis que les produits de base peuvent jouer un rôle important dans la construction d'un portefeuille, car ils ont le potentiel d'offrir une protection contre l'inflation, une diversification du portefeuille et des rendements attendus positifs au fil du temps. Étant donné l'incertitude élevée en matière d'inflation, les difficultés récentes éprouvées par le portefeuille traditionnel 60/40 et les préoccupations suscitées par l'évaluation d'autres catégories d'actif, nous avons résolument considéré les produits de base comme une option. La question est de savoir quelle serait la répartition appropriée pour les produits de base.

Ça dépend

Il n'y a pas de solution unique quant à la répartition optimale des produits de base. Plusieurs facteurs et hypothèses clés entrent en compte. La répartition optimale peut dépendre de la structure actuelle du portefeuille, de l'appétit pour le risque de façon globale et, surtout, des hypothèses des marchés des capitaux quant au rendement et au risque de la catégorie d'actif.

Pour examiner l'effet de l'ajout d'une exposition aux produits de base à différentes structures de portefeuille, nous utilisons un ensemble de portefeuilles équilibrés pour montrer les résultats attendus. Comme le montre le tableau 1, les portefeuilles de départ vont de revenu conservateur à croissance audacieuse, les portefeuilles les plus audacieux ayant une répartition plus élevée en actions (la répartition des actions varie de 17 % dans le portefeuille le plus prudent à 92 % dans le portefeuille le plus audacieux). Pour ce qui est de la tolérance au risque, nous maintenons le risque global de chaque portefeuille largement inchangé après l'ajout de produits de base.

Tableau 1 : Point de départ des différentes composantes des portefeuilles équilibrés*

	Revenu conservateur	Revenu équilibré	Équilibré	Croissance équilibrée	Croissance	Croissance audacieuse
Actions : canadiennes	7 %	10 %	15 %	20 %	25 %	30 %
Actions : mondiales	10 %	22 %	32 %	42 %	52 %	62 %
Titres à revenu fixe : Trésor	43 %	36 %	29 %	21 %	14 %	7 %
Titres à revenu fixe : sociétés	40 %	32 %	24 %	17 %	9 %	1 %
Total	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %

Pour ce qui est des hypothèses relatives aux marchés de capitaux, nous utilisons nos propres hypothèses à long terme pour les catégories d'actif, comme le montrent les tableaux 2 et 3.

Tableau 2 : Hypothèses de rendement et de volatilité à long terme pour diverses catégories d'actif*

	Produits de base	Titres à revenu fixe canadiens	Obligations de sociétés canadiennes	Titres à revenu fixe américains	Actions canadiennes	Actions américaines	Actions internationales
Rendement attendu	5,0 %	4,2 %	5,2 %	4,8 %	7,4 %	5,8 %	7,1 %
Risque	16,0 %	4,1 %	3,9 %	3,8 %	14,1 %	12,6 %	12,8 %

Tableau 3 : Hypothèses des corrélations pour diverses catégories d'actif*

	Produits de base	Titres à revenu fixe canadiens	Obligations de sociétés canadiennes	Titres à revenu fixe américains	Actions canadiennes	Actions américaines	Actions internationales
Produits de base	1,00						
Titres à revenu fixe canadiens	-0,14	1,00					
Obligations de sociétés canadiennes	0,00	0,95	1,00				
Titres à revenu fixe américains	-0,13	0,82	0,71	1,00			
Actions canadiennes	0,15	0,23	0,34	0,16	1,00		
Actions américaines	-0,02	0,19	0,25	0,18	0,65	1,00	
Actions internationales	0,06	0,17	0,23	0,13	0,52	0,59	1,00

Le verdict

Les résultats de notre exercice d'optimisation sont présentés dans le tableau 4 ci-dessous. Ils révèlent que la répartition optimale des produits de base, au fil du temps, varie de 1 % à 5,4 %. En règle générale, la répartition pour les portefeuilles plus réfractaires au risque est plus faible et celle pour les portefeuilles plus ouverts au risque est plus élevée, ce qui témoigne de la volatilité attendue plus élevée des produits de base. La répartition optimale pour le portefeuille traditionnel 60/40, qui est proche du portefeuille de croissance équilibrée ci-dessous, est de 4,3 %.

**Tableau 4 :
Résultats de la répartition des produits de base pour différentes composantes***

	Revenu conservateur	Revenu équilibré	Équilibré	Croissance équilibrée	Croissance	Croissance audacieuse
Actions : canadiennes	7 %	10 %	14 %	19 %	24 %	29 %
Actions : mondiales	10 %	21 %	31 %	40 %	50 %	59 %
Titres à revenu fixe : Trésor	43 %	35 %	28 %	20 %	13 %	6 %
Titres à revenu fixe : sociétés	40 %	31 %	23 %	16 %	8 %	1 %
Produits de base	1,0 %	2,6 %	3,6 %	4,3 %	4,8 %	5,4 %
Pondération totale	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
Δ du rendement (pdb)	7,5	4,0	2,5	1,4	1,0	2,2

Fait important, ces résultats dépendent largement des hypothèses liées aux marchés des capitaux. Comme nous l'avons mentionné, notre hypothèse quant au rendement à long terme des produits de base est de 5 %. Le tableau 5 ci-dessous illustre l'incidence de cette hypothèse de rendement sur la répartition optimale des produits de base pour un portefeuille équilibré. Il n'est pas surprenant qu'un rendement attendu plus/moins élevé entraîne une répartition plus/moins élevée des produits de base.

Tableau 5 : Répartition des produits de base pour un portefeuille 60/40 selon différentes hypothèses de rendement*

Rendement attendu des produits de base	Répartition : croissance équilibrée
2%	0,0%
5%	4,3%
8%	9,4%

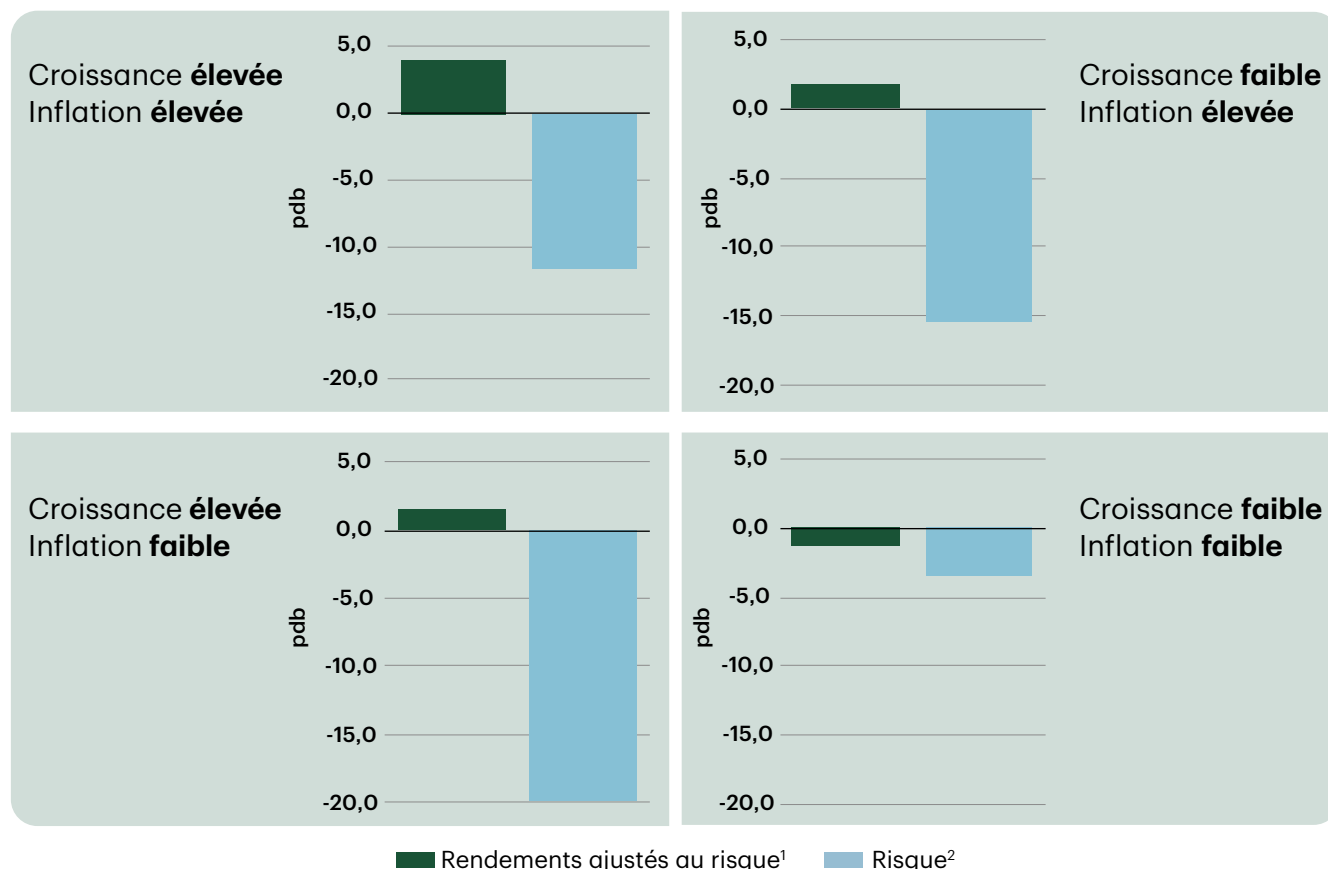


Contextes différents, dynamiques différentes

Notre exercice d'optimisation met l'accent sur la répartition optimale des produits de base et représente l'expérience moyenne au fil du temps. Cela dit, l'avantage et l'efficacité de l'ajout de produits de base à un portefeuille sont plus prononcés dans certaines conjonctures économiques. Plus précisément, comme les actions et les titres à revenu fixe ont tendance à moins bien se comporter lorsque l'inflation est élevée, l'ajout de produits de base est alors plus relatif (contrairement à un contexte de faible inflation).

Graphique 1 :

Répartition des produits de base dans les quadrants croissance-inflation



¹ Les rendements ajustés au risque sont mesurés à l'aide du ratio de Sharpe.

² Le risque est mesuré à l'aide de l'écart-type.

Remarque : À titre indicatif seulement. Données du 31 mars 1976 au 31 mars 2023. Inflation élevée = périodes où l'inflation est supérieure à sa moyenne mobile sur trois ans. Croissance élevée = périodes où la croissance du PIB est supérieure à sa moyenne mobile sur cinq ans. Les graphiques comparent le profil de risque et de rendement d'un portefeuille qui attribue 4,3 % de sa répartition aux produits de base par rapport à un portefeuille 60/40. La participation aux produits de base du portefeuille est financée par des actions. Les hypothèses sur les catégories d'actif correspondent aux hypothèses sur les catégories d'actif à long terme de Gestion de Placements TD.

Il est également utile de garder à l'esprit que notre rendement attendu de 5 % pour les produits de base est une hypothèse moyenne à long terme. À tout moment, toutefois, les rendements des produits de base peuvent s'écarter sensiblement de la ligne de base (graphique 2). Ces écarts se produiront selon le point où nous nous trouvons dans le cycle économique (à court terme, impact sur la demande) et le cycle des produits de base (à long terme, impact sur l'offre).

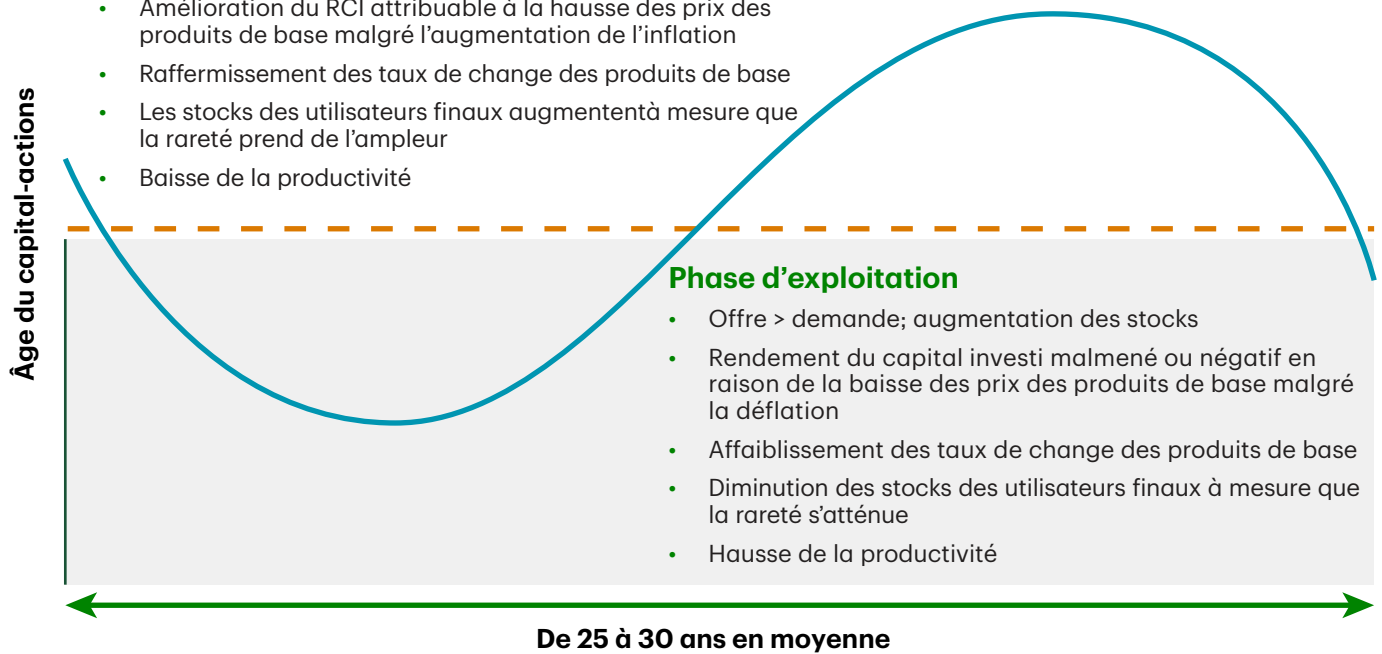
Du point de vue du cycle des produits de base, nous estimons être au début d'une phase d'investissement, laquelle devrait se traduire par des rendements plus élevés que ceux des 10 à 15 dernières années, lorsque nous

profitons des bienfaits du dernier cycle d'investissement commencé au début des années 2000. Pour ce qui est du cycle économique, nous pensons qu'il en est actuellement aux dernières étapes. Selon nous, les préoccupations à l'égard de la demande, qui reflètent les inquiétudes suscitées par la récession imminente, sont en partie responsables de la faiblesse des prix des produits de base au premier semestre de 2023. Au cours des prochaines années, nous prévoyons que les rendements surpasseront notre hypothèse à long terme à mesure que la reprise de la demande et les contraintes de l'offre se concrétiseront.

Graphique 2 : Le cycle des produits de base

Phase de placement

- Demande > offre; diminution des stocks
- Amélioration du RCI attribuable à la hausse des prix des produits de base malgré l'augmentation de l'inflation
- Raffermissement des taux de change des produits de base
- Les stocks des utilisateurs finaux augmentent à mesure que la rareté prend de l'ampleur
- Baisse de la productivité



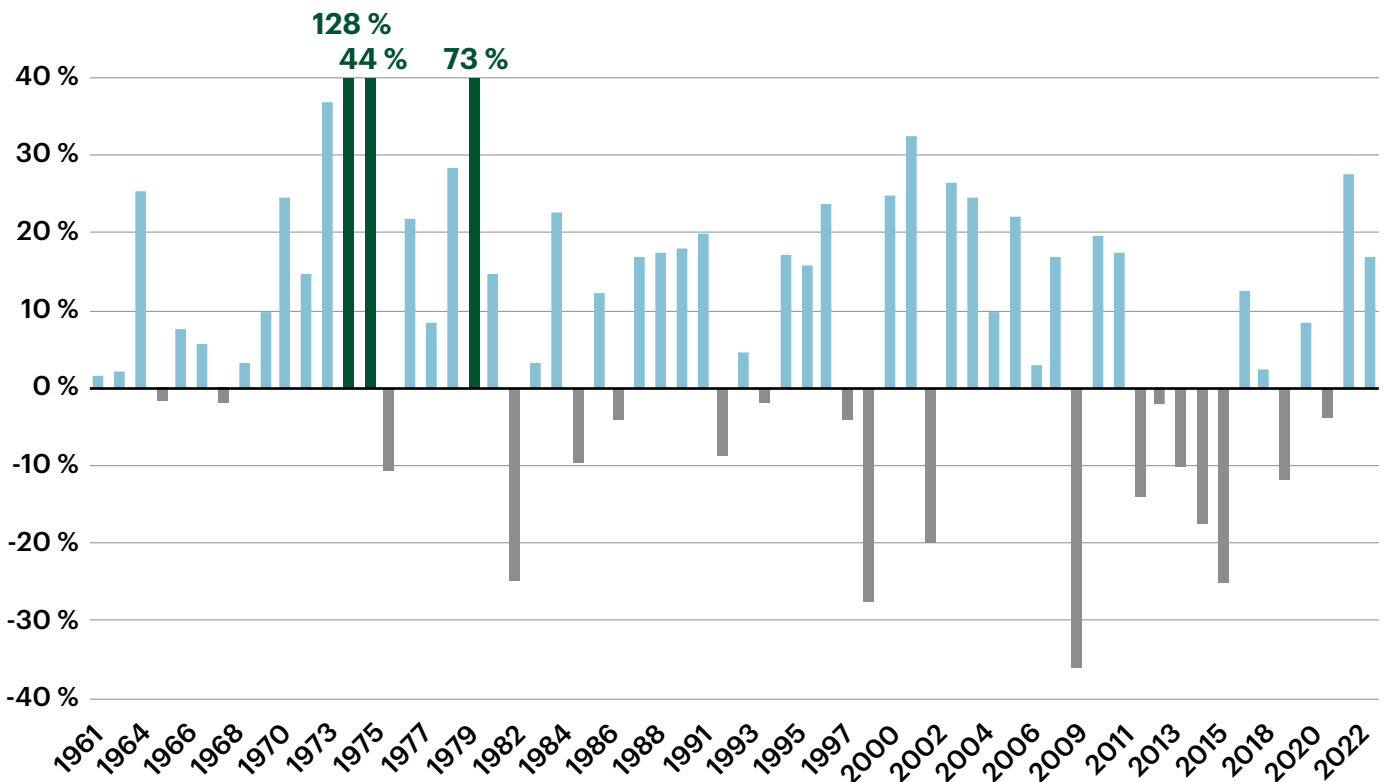
Phase d'exploitation

- Offre > demande; augmentation des stocks
- Rendement du capital investi malmené ou négatif en raison de la baisse des prix des produits de base malgré la déflation
- Affaiblissement des taux de change des produits de base
- Diminution des stocks des utilisateurs finaux à mesure que la rareté s'atténue
- Hausse de la productivité

À titre indicatif seulement.

Graphique 3 : Volatilité des rendements annuels des produits de base

Indice de rendement total des produits de base de Bloomberg (BCOM)



Source : Bloomberg Finance L.P. Données en date du 31 décembre 2022.

Amélioration des rendements ajustés au risque

En résumé, une allocation aux produits de base améliore le rendement ajusté au risque du portefeuille au fil du temps, surtout lorsque l'inflation est élevée. Les produits de base peuvent offrir une protection contre l'inflation, une faible corrélation et des rendements attendus positifs au fil du temps. Nos travaux, qui supposent un rendement à long terme annuel de 5 % pour les produits de base, montrent que la répartition optimale des produits de base dans un portefeuille traditionnel 60/40 est de 4,3 %. Cette répartition optimale dépend de nombreux facteurs et données, notamment la structure actuelle du portefeuille, la tolérance au risque et, surtout, les hypothèses de rendement et de risque. De plus, selon nous, les rendements des produits de base dépasseront nos hypothèses à long terme et nous nous attendons à ce que l'inflation soit plus volatile que ce qu'elle a été dans le passé récent, ce qui rendra l'ajout de produits de base encore plus pertinent. ■



*Toutes les données sur le rendement des actifs, les corrélations et la volatilité sont en date du 31 décembre 2022. Toutes les données sur les portefeuilles sont en date du deuxième trimestre de 2023. Produits de base = indice de rendement global BCOM, titres à revenu fixe canadiens = indice des obligations universelles FTSE Canada, obligations de sociétés canadiennes = indice obligataire toutes les sociétés FTSE Canada, titres à revenu fixe américains = indice Bloomberg Barclays US Aggregate, actions canadiennes = indice composé S&P/TSX, actions américaines = S&P 500, actions internationales = indice MSCI EAEO, titres à revenu fixe « Trésor » et titres à revenu fixe « sociétés » = fondés sur la composition réelle du fonds, qui diffère de la composition des indices de référence américain et canadien traditionnels. Nous ventilons le risque selon cette dimension pour montrer aux lecteurs qu'il pourrait avoir une incidence significative sur le résultat de l'optimisation.

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. Le ratio de Sharpe mesure l'écart de rendement du fonds par rapport au taux de rendement sans risque et au risque global qui y est associé et peut changer de mois en mois. Un ratio élevé et positif indique un rendement supérieur, tandis qu'un ratio faible et négatif indique un rendement défavorable. L'écart-type est une mesure statistique de la fourchette de rendement d'un fonds. Lorsque l'amplitude des rendements est considérable, l'écart-type du fonds est élevé, ce qui indique une volatilité potentielle plus grande que celle d'un fonds dont l'écart-type est faible. Bloomberg et Bloomberg.com sont des marques de commerce et des marques de service de Bloomberg Finance L.P., une société en commandite simple enregistrée au Delaware, ou de ses filiales. Tous droits réservés. 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.