

SANTÉ AVOIRS CARRIÈRE

LE RÔLE DES ACTIFS RÉELS COTÉS

JANVIER 2019



INTRODUCTION

Nous estimons que les actifs réels ont leur place dans un portefeuille de croissance diversifié. Une des caractéristiques qui définissent les actifs réels est qu'ils constituent des actifs « tangibles » ou « durables » offrant des droits de propriété sur un actif qui devient une réserve de valeur. Les actifs réels ont tendance à offrir un revenu important qui est souvent lié directement ou indirectement à l'inflation, le profil de rendement devant ainsi présenter une certaine sensibilité à l'inflation (même si cette tendance varie considérablement d'une catégorie d'actifs à l'autre). Comme les actifs réels ont des facteurs de risque et de rendement qui diffèrent de ceux des actions, ils constituent un bon moyen de diversifier un portefeuille.

Les investisseurs ont accès à des actifs réels inscrits ou non à la cote officielle. Nous privilégions habituellement les stratégies axées sur les actifs non cotés, car ces actifs offrent un meilleur potentiel de rendements excédentaires et des avantages accrus sur le plan de la diversification. Finalement, les objectifs d'un investisseur et sa tolérance à l'illiquidité dicteront le montant en capital qu'il affectera à long terme aux actifs non cotés. Dans certains cas, une combinaison d'actifs cotés et non cotés peut convenir. Un portefeuille composé de titres cotés peut être utilisé comme placement « en attendant » ou comme source de financement pour les clients qui sont en train de composer un portefeuille d'actifs réels non cotés. Ce portefeuille peut également venir compléter un portefeuille de titres non cotés en offrant temporairement une exposition au marché mondial à un portefeuille axé sur le marché intérieur, jusqu'à ce que l'occasion se présente de composer un portefeuille de titres non cotés plus complet ou de favoriser les flux de trésorerie ou le rééquilibrage.

Les actifs réels inscrits à la cote officielle ont tendance à se négocier de façon similaire aux actions de sociétés ouvertes, particulièrement à court terme, diminuant vraisemblablement l'avantage de la diversification. Les investisseurs doivent cependant détenir des actifs sous-jacents similaires aux actifs réels non liquides, ce qui devrait être pris en compte dans le rendement à moyen et à long terme.

Dans le présent document, nous nous concentrons sur les titres immobiliers et les FPI mondiaux, les titres cotés du secteur des infrastructures, les contrats à terme sur marchandises et les actions du secteur des ressources naturelles, et nous analysons le rôle qu'ils peuvent jouer dans un portefeuille. Nous commençons par donner un aperçu des principaux types de stratégies, puis traitons de leur sensibilité à l'inflation et de leurs avantages sur le plan de la diversification. Pour terminer, nous donnons notre point de vue sur la mise sur pied d'un portefeuille composé de ces actifs.

Ce document porte principalement sur les actifs réels cotés. Veuillez également consulter notre récent document intitulé « [Investir dans les actifs réels](#) ».

TITRES IMMOBILIERS ET FPI MONDIAUX

Les titres immobiliers mondiaux, principalement des fiducies de placement immobilier (FPI), constituent probablement les titres les plus utilisés dans le cadre d'une stratégie axée sur les actifs réels cotés. Les FPI ont habituellement recours aux capitaux en gestion commune en vue de faire l'acquisition d'immeubles productifs de revenus. Parmi les autres types de titres immobiliers, on compte les promoteurs et les sociétés de gestion. Le profil de l'actif des FPI est semblable à celui des titres immobiliers de base à effet de levier¹.

Les investisseurs peuvent généralement s'attendre à ce que les FPI leur offrent un certain degré de protection à long terme contre l'inflation, car les loyers et le prix des immeubles devraient, à long terme, suivre l'inflation. Par contre, les avantages de la diversification des FPI peuvent être limités à court terme, car les FPI ont tendance à évoluer dans le même sens que les marchés des actions. En outre, les FPI sont sensibles à l'économie et aux taux d'intérêt, tout comme les titres immobiliers non cotés.

Enfin, le financement par emprunt des FPI peut également les assujettir à des conditions financières, ce qui est devenu plus qu'évident en 2008 alors que les FPI mondiales ont perdu 48 points de pourcentage (selon l'indice FTSE EPRA NAREIT Developed), alors que les actions mondiales (selon l'indice MSCI Monde) ont perdu 41 points de pourcentage².

Certains sont d'avis que les FPI n'ont pas nécessairement leur place dans un portefeuille d'actifs réels puisqu'elles font déjà partie des indices boursiers. Par contre, la pondération des FPI au sein des indices est généralement faible, car la majorité des immeubles commerciaux ne sont pas cotés. Le secteur de l'immobilier ne représente que 3 % de l'indice MSCI Monde, ce qui signifie que l'immobilier est sous-représenté à la bourse par rapport à l'univers des actifs immobiliers investissables et son importance dans l'économie mondiale. Ainsi, les investisseurs ayant des contraintes de liquidité ont de bonnes raisons d'envisager un placement distinct dans des FPI pour remplacer un placement sur le vaste marché hors cote.

¹ Cette situation est attribuable en partie aux règlements relatifs aux FPI en vigueur partout dans le monde, qui prévoient des allègements fiscaux pourvu que le ratio d'endettement des FPI soit bas, qu'elles distribuent la majorité de leur revenu et qu'elles soient peu exposées à la promotion immobilière.

² Le levier financier des FPI a généralement diminué depuis la crise financière.

TITRES COTÉS DU SECTEUR DES INFRASTRUCTURES

Les actions du secteur des infrastructures sont émises par des sociétés exerçant un large éventail d'activités. Même si les occasions de placement varient selon les régions, elles comprennent des entreprises spécialisées dans la production d'énergie, le transport (routes à péage, aéroports et chemins de fer), la communication (tours de téléphonie cellulaire), la distribution d'énergie et d'autres services publics. Ces secteurs d'activité bénéficient habituellement d'une demande plutôt stable qui est moins sensible aux conditions économiques que d'autres actifs à risque. Ces secteurs sont également de nature monopolistique en raison des importantes barrières à l'entrée (concessions publiques exclusives) et des économies d'échelle. Qui plus est, les revenus des sociétés sont souvent fortement réglementés ou établis par contrat, en fonction du volume. Les revenus sont aussi souvent liés à l'inflation.

Les titres cotés du secteur des infrastructures présentent un profil de rendement similaire à celui des actions à faible volatilité ou défensives³. Tout comme les FPI, les titres cotés du secteur des infrastructures ont tendance à afficher des corrélations étroites avec les marchés des actions.

Le secteur des infrastructures représente une part assez modeste des marchés des actions, car la majorité des actifs d'infrastructure sont détenus par l'État ou par des intérêts privés. Il est par conséquent justifié d'effectuer des placements distincts dans les infrastructures pour les investisseurs ayant des contraintes de liquidité.

³ Depuis 1995, les titres cotés du secteur des infrastructures ont affiché une corrélation de 0,84 avec l'indice MSCI Monde de volatilité minimale contre une corrélation de 0,75 avec l'indice MSCI Monde.

CONTRATS À TERME SUR MARCHANDISES

Le prix des marchandises a une incidence sur les coûts des biens et des services, établissant une corrélation directe avec l'inflation. Le prix des marchandises est également le mécanisme au moyen duquel les événements extrêmes, notamment les interruptions en approvisionnement attribuables aux conditions météorologiques et géopolitiques, favorisent les hausses de prix des biens et des services.

Même s'il n'est pas possible de négocier directement les prix des marchandises, les contrats à terme sur marchandises offrent une participation à ce type d'actifs par le biais d'instruments dérivés. Il convient toutefois de noter que le rendement des contrats au comptant des marchandises et des contrats à terme sur marchandises peut différer sensiblement à long terme⁴. Comme les contrats à terme sur

marchandises constituent des instruments dérivés qui ne respectent pas les critères d'un « actif tangible », ils ne répondent pas nécessairement à la définition d'un actif réel. Ils affichent néanmoins une forte sensibilité à l'inflation et devraient procurer une protection contre l'inflation surprise de courte durée, surtout si elle est attribuable à une fluctuation soudaine de l'offre.

Les contrats à terme sur marchandises comportent aussi un inconvénient : les caractéristiques de risque et rendement prévus de ces placements. Même si les stratégies axées sur les contrats à terme sur marchandises sont généralement assorties d'une forte volatilité prévue (semblable aux actions), rien ne justifie une possible prime de risque positive; par conséquent, le rendement prévu à long terme constitue des équivalents de trésorerie⁵.

⁴ Les prix des contrats à terme diffèrent des prix au comptant pour une foule de raisons, notamment les facteurs saisonniers, les coûts de stockage, le niveau des stocks, la demande de couverture ainsi que la demande des investisseurs et la demande de nature spéculative.

⁵ Les contrats à terme sont à somme nulle — pour chaque gagnant, il doit y avoir un perdant. Pour qu'un investisseur ayant une position longue sur un contrat à terme sur marchandises s'attende à une prime de risque, il doit exister un déséquilibre d'opérateurs de ventes de couverture (producteurs) prêts à payer une prime de risque afin de bloquer un prix de vente. Avant le début des années 2000, c'était probablement le cas, car les contrats à terme sur marchandises se négociaient généralement à escompte par rapport aux prix au comptant, les contrats à terme ayant ainsi tendance à afficher un rendement supérieur aux prix au comptant. Par contre, l'augmentation des positions longues seulement sur les contrats à terme sur marchandises, au début des années 2000, semble avoir modifié l'équilibre. Depuis 15 ans, les contrats à terme sur marchandises affichent un rendement inférieur aux prix au comptant, car ils ont tendance à se négocier à prime par rapport aux prix au comptant.

ACTIONS DU SECTEUR DES RESSOURCES NATURELLES

Les actions du secteur des ressources naturelles correspondent aux actions de sociétés exerçant des activités d'extraction et de production de marchandises. Parmi ces sociétés, on compte habituellement les producteurs d'énergie, les sociétés minières et les entreprises liées à l'agriculture. Les flux de trésorerie et la valeur des réserves de ces entreprises sont étroitement liés aux prix des marchandises. Contrairement aux contrats à terme sur marchandises, les actions du secteur des ressources naturelles représentent la propriété de réserves sous-jacentes de marchandises. Les actions du secteur des ressources naturelles peuvent également être utilisées comme couverture contre les événements extrêmes souvent responsables de perturbations dans l'offre de marchandises, notamment des conflits géopolitiques ou des phénomènes météorologiques.

Pour déterminer si une affectation de capital aux actions des ressources naturelles convient, il faut tenir compte de leur forte pondération dans les marchés des actions. En effet, ces actions (énergie

et matériaux de base) représentent environ 12 % du marché mondial des actions. Malgré cette forte représentation, on peut sous-estimer l'importance des ressources naturelles sur la croissance mondiale et l'inflation. Les investisseurs qui veulent une meilleure protection contre l'inflation pourraient envisager de surpondérer ce secteur par le biais d'une répartition distincte.

À long terme, le changement climatique constitue un risque pour les actions du secteur des ressources naturelles. Les politiques mises en place par les gouvernements à l'échelle mondiale en vue de contrôler les émissions de carbone pourraient donner lieu à des « actifs délaissés », c'est-à-dire des réserves dont l'extraction n'est plus rentable en raison des taxes sur le carbone. Ce risque est propre aux sociétés du secteur de l'énergie. Ces sociétés pourraient également subir d'autres perturbations découlant de la hausse prévue de l'utilisation d'énergie renouvelable et de la baisse de l'intensité énergétique de l'économie à l'échelle mondiale.

ACTIFS RÉELS COTÉS : FACTEURS À PRENDRE EN COMPTE

Les investisseurs devraient prendre en considération plusieurs caractéristiques lorsqu'ils songent à bâtir un portefeuille d'actifs réels. Parmi ces caractéristiques, on compte notamment le profil de rendement et de risque attendu, la sensibilité à l'inflation et les avantages de la diversification des actifs réels cotés. Pris ensemble, ces facteurs montrent bien que les actifs réels cotés peuvent être très utiles au sein d'un portefeuille.

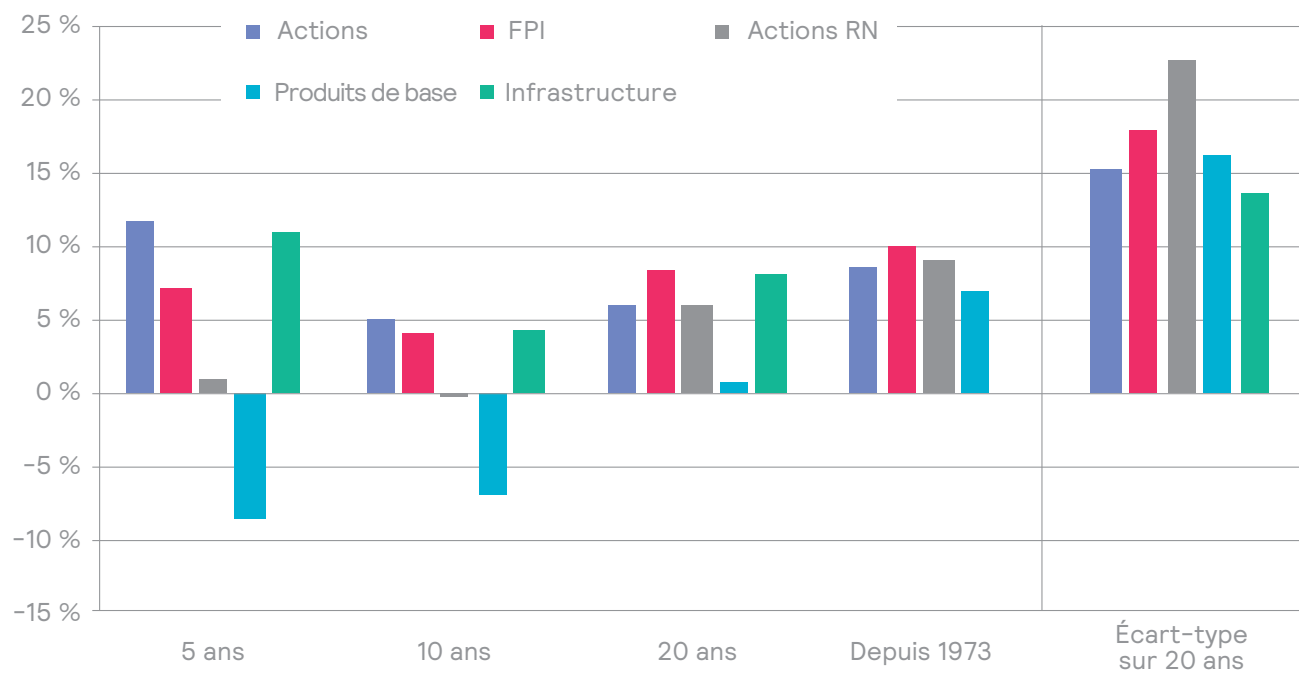


PROFIL DE RENDEMENT ET DE RISQUE

À long terme, nous prévoyons que le rendement des FPI, des titres cotés du secteur des infrastructures et des actions du secteur des ressources naturelles sera comparable à celui des marchés des actions en général, selon le rendement historique indiqué à la

figure 1 ci-après. À l'inverse, nous nous attendons à ce que le rendement des contrats à terme sur marchandises soit inférieur à celui des marchés des actions à long terme, car nous ne nous attendons pas à une prime significative par rapport à la trésorerie.

FIGURE 1. RENDEMENT PAR PÉRIODE MOBILE (JUSQU'AU 31 DÉC. 2017)



Source : Bloomberg

Actions = MSCI Monde; FPI = indice FTSE NAREIT All Equity REITs (FPI américaines avant 1990, FPI mondiales de 1990 à ce jour); actions RN = indice Goldman Sachs Natural Resources avant 1996, indice S&P NA NR de 1996 à ce jour; marchandises = indice S&P GSCI avant 1991, indice DJ Commodity de 1991 à ce jour; infrastructures = indice UBS Global Infrastructure and Utilities 50/50 1996 au 04/2015, indice FTSE Russell Global Infrastructure and Utilities 50/50 04/2015 à ce jour.

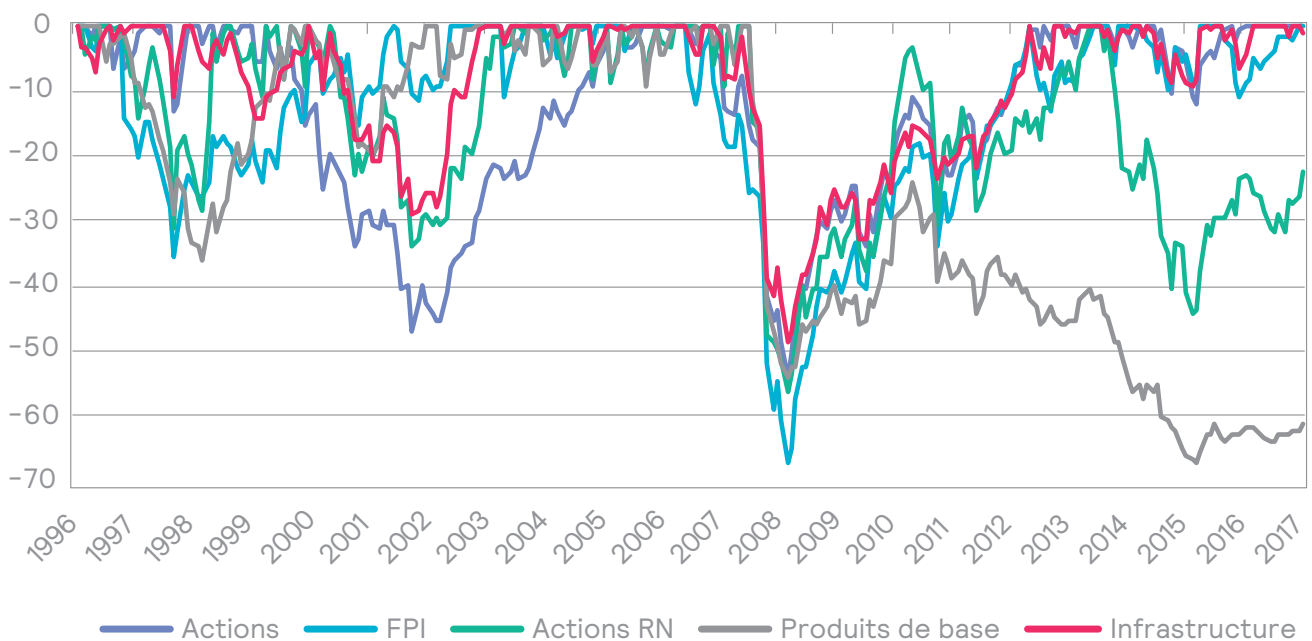
La figure 1 illustre le rendement comparable enregistré par les actions cotées, les FPI, les titres cotés du secteur des infrastructures et les actions du secteur des ressources naturelles à long terme (depuis 1973 et au cours des 20 dernières années). Elle fait également état que, même si les contrats à terme sur marchandises ont affiché des rendements relativement solides depuis 1973, les rendements au cours des 5, 10 et 20 dernières années ont été radicalement différents de ceux des autres catégories d'actifs

présentées. Il est également important de noter que les actions du secteur des ressources naturelles ont enregistré des rendements bien inférieurs aux autres catégories d'actions au cours des 5 et des 10 dernières années. En ce qui concerne la volatilité, les actions du secteur des ressources naturelles, les FPI et les contrats à terme sur marchandises ont été plus volatils que les actions, alors que les titres cotés du secteur des infrastructures ont été moins volatils que les

actions. La forte volatilité des actions du secteur des ressources naturelles n'est pas surprenante compte tenu de leur nature cyclique. En ce qui concerne les FPI, la grande volatilité reflète les niveaux de financement par emprunt ainsi que la volatilité générale ayant touché les marchés des actions.

La figure 2 présente une analyse de la performance dans des marchés baissiers. Le rendement durant les deux principaux marchés baissiers des deux dernières décennies est instructif. Les quatre stratégies axées sur les actifs réels ont obtenu de bien meilleurs rendements que les actions durant le marché baissier de 2000-2002, les FPI et les contrats à terme sur marchandises s'étant particulièrement bien comportés. Les stratégies axées sur les actifs réels ont offert peu de protection durant la crise financière. Les FPI, en particulier, ont souffert du niveau élevé d'endettement durant l'effondrement des prix des immeubles commerciaux.

FIGURE 2. ANALYSE DE LA PERFORMANCE DANS DES MARCHÉS BAISSIERS



Source : Bloomberg

Actions = MSCI Monde; bons du Trésor = indice Bloomberg Barclays US Treasury; titres du Trésor protégés contre l'inflation = indice Barclays US Treasury Inflation Notes; FPI = indice FTSE EPRA/NAREIT Developed; actions RN = indice S&P NA NR; marchandises = indice DJ Commodity; infrastructures = indice UBS Global Infrastructure and Utilities 50/50 1996 au 04/2015, indice FTSE Russell Global Infrastructure and Utilities 50/50 04/2015 à ce jour.

SENSIBILITÉ À L'INFLATION

Pour les investisseurs cherchant à obtenir des rendements réels, les périodes d'inflation imprévues constituent un risque qui doit être géré. Ainsi, l'une des raisons d'investir dans des actifs réels est la possibilité d'améliorer la sensibilité à l'inflation d'un portefeuille. Même si les résultats escomptés peuvent ne pas se concrétiser dans toutes les périodes d'inflation, les actifs réels cotés peuvent offrir une réserve de valeur et une source de revenu réel régulière advenant une hausse importante de l'inflation.

Le besoin de protection contre l'inflation dépend du régime économique ou inflationniste. Deux régimes distincts ont eu cours durant les 50 dernières années. De la fin des années 1960 jusqu'à la crise financière en Asie, l'inflation constituait une source de risque économique et de marché, comme en témoignent la période de stagflation ayant commencé dans les années 1970 et le combat des banques centrales contre l'inflation vers la fin des années 1970. Au cours de cette période, l'inflation a plombé les actions et les obligations. Vers le début de la crise financière en Asie en 1997, c'est la déflation qui est devenue la plus grande menace pour la croissance mondiale. Depuis, les actions ont présenté une corrélation faible, mais positive, avec l'inflation. Il est clair qu'une protection contre l'inflation est plus utile lorsque c'est l'inflation, et non la déflation, qui constitue une menace, mais la sensibilité à l'inflation des actifs réels est également plus difficile à prédire lorsque l'inflation est élevée⁶.

En principe, les marchandises ont le lien le plus direct avec l'inflation à court terme. Ce sont souvent les variations des prix des marchandises qui causent une fluctuation surprise de l'inflation. Les actions du secteur des ressources naturelles ont un lien indirect avec l'inflation,

car les variations des prix des marchandises se répercutent habituellement sur les flux de revenu et la valeur des réserves des sociétés de ce secteur. Le lien n'est pas aussi étroit pour le secteur des infrastructures et les FPI. Les contrats relatifs aux infrastructures offrent souvent une indexation directe du prix selon l'inflation, permettant aux flux de trésorerie générés de suivre l'inflation. Ces contrats sont cependant sensibles aux conditions économiques en général et aux niveaux de la demande.

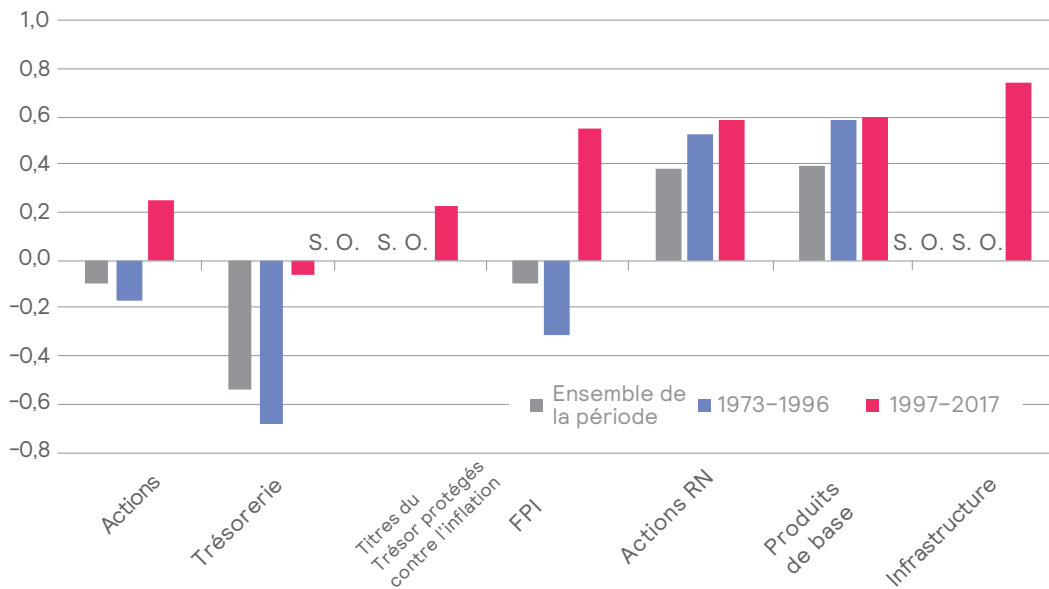
Les FPI offrent une certaine exposition directe à l'inflation, avec certaines limites. Certains contrats de location prévoient une hausse des loyers en fonction de l'inflation, mais les facteurs économiques cycliques, notamment les taux d'occupation, auront également une incidence importante sur les flux de trésorerie générés par les FPI. Enfin, toute protection contre l'inflation incorporée aux flux de trésorerie d'actifs réels cotés peut être compromise par la hausse des taux d'intérêt, laquelle aura tendance à faire augmenter le taux d'actualisation des flux de trésorerie futurs. Cet aspect est particulièrement préoccupant pour les titres cotés du secteur des infrastructures et les FPI.

Nous avons examiné la corrélation avec les variations de l'inflation (indice des prix à la consommation aux États-Unis) et le coefficient bêta par rapport aux variations de l'inflation sur des périodes mobiles de trois ans pour chaque catégorie d'actifs cotée, ainsi que pour les actions mondiales (indice MSCI Monde), les bons du Trésor américain et les obligations américaines liées à l'inflation⁷. Nous avons analysé les données de 1972 à 2017 et de deux sous-périodes, soit de 1972 à 1996 et de 1997 à 2017.

⁶ Les actions du secteur de l'énergie ont affiché un bon rendement lorsque l'inflation était élevée, en partie en raison des fluctuations abruptes du prix du pétrole, mais les données sur le secteur des infrastructures ne couvrent pas cette période.

⁷ Nous avons analysé la sensibilité aux variations du taux d'inflation plutôt qu'à l'inflation absolue de manière à rendre davantage compte de l'inflation par rapport aux attentes.

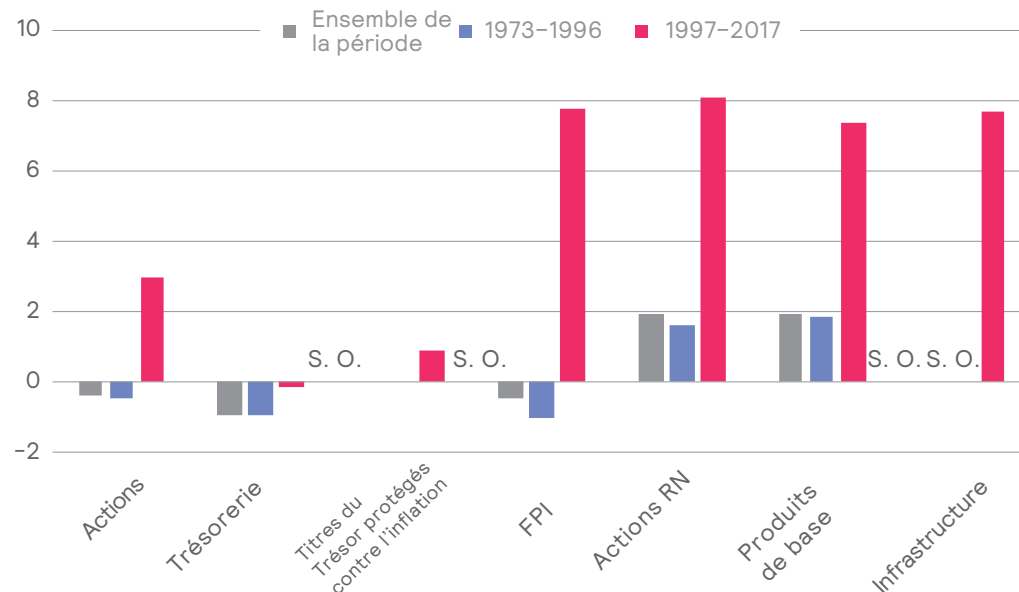
FIGURE 3. CORRÉLATION AVEC LES VARIATIONS DE L'IPC (PÉRIODES MOBILES DE 36 MOIS)



Source : Bloomberg

Actions = MSCI Monde; bons du Trésor = indice Bloomberg Barclays US Treasury; titres du Trésor protégés contre l'inflation = indice Barclays US Treasury Inflation Notes; FPI = indice FTSE NAREIT All Equity REITs (FPI américaines avant 1990, FPI mondiales de 1990 à ce jour); actions RN = indice Goldman Sachs Natural Resources avant 1996, indice S&P NA NR de 1996 à ce jour; marchandises = indice S&P GSCI avant 1991, indice DJ Commodity de 1991 à ce jour; infrastructures = indice UBS Global Infrastructure and Utilities 50/50 1996 au 04/2015, indice FTSE Russell Global Infrastructure and Utilities 50/50 04/2015 à ce jour.

FIGURE 4. COEFFICIENT BÊTA PAR RAPPORT AUX VARIATIONS DE L'IPC (PÉRIODES MOBILES DE 36 MOIS)



Source : Bloomberg

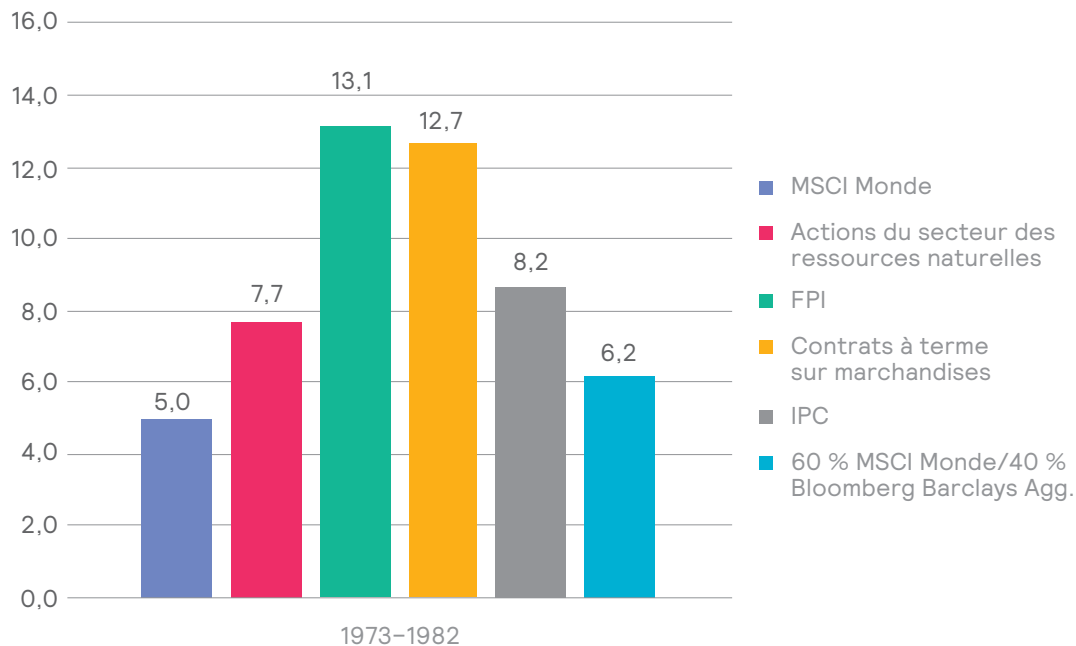
Les données sur les titres du Trésor américain protégés contre l'inflation ont été publiées à compter de 1997, et les données sur le secteur des infrastructures sont accessibles depuis 1996; par conséquent, le rendement est uniquement présenté pour la deuxième période.

Pour l'ensemble de la période, les FPI présentent une sensibilité à l'inflation à court terme semblable à celle des marchés des actions en général, ce qui signifie une sensibilité très limitée. (Les données relatives au secteur des infrastructures ne sont pas disponibles pour l'ensemble de la période.) Par contre, les actions du secteur des ressources naturelles, et particulièrement les contrats à terme sur marchandises, ont présenté un lien sensiblement plus étroit avec l'inflation (sensibilité positive dans les deux sous-périodes).

Les différences entre les deux sous-périodes en disent long. Au cours de la première période, alors que les préoccupations inflationnistes constituaient un catalyseur de marché important, les corrélations entre les stratégies axées sur les actifs réels

cotés et les actions étaient beaucoup moins fortes qu'au cours de la seconde période, alors que les craintes d'une déflation se faisaient sentir⁸. Cette constatation démontre qu'il est bien plus difficile de couvrir le risque d'inflation lorsque cette couverture est tout particulièrement nécessaire. Par contre, la sensibilité à court terme (période mobile de trois ans) à l'inflation peut occulter les avantages des actifs réels cotés comme source de diversification durant une hausse à long terme de l'inflation. Le graphique ci-après illustre le rendement des actifs réels cotés, des actions et des obligations durant la période de stagflation s'échelonnant de 1973 à 1982. Comme prévu, les actifs réels cotés ont surclassé les actions et les obligations, surtout les contrats à terme sur marchandises et les FPI.

FIGURE 5. RENDEMENT DURANT LA PÉRIODE DE STAGFLATION



Source : Bloomberg

Actions RN = indice Goldman Sachs Natural Resources avant 1996, indice S&P NA NR de 1996 à ce jour; FPI = indice FTSE NAREIT All Equity REITs (FPI américaines avant 1990, FPI mondiales de 1990 à ce jour); marchandises = indice S&P GSCI avant 1991, indice DJ Commodity de 1991 à ce jour; infrastructures = indice UBS Global Infrastructure and Utilities 50/50 de 1996 au 04/2015, indice FTSE Russell Global Infrastructure and Utilities 50/50 du 04/2015 à ce jour.

⁸ Les coefficients bêta élevés par rapport à l'inflation au cours de la période 1997-2017 sont vraisemblablement le résultat de la faiblesse de la volatilité de l'inflation pendant cette période.

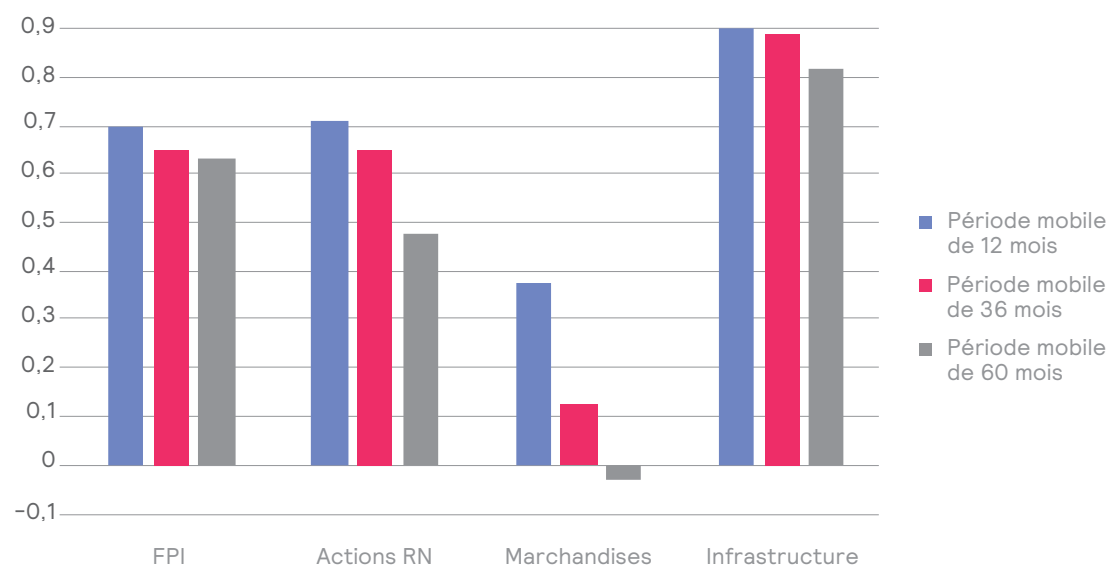
DIVERSIFICATION

Outre la sensibilité à l'inflation, les actifs réels cotés peuvent également offrir aux portefeuilles des avantages sur le plan de la diversification grâce à l'accès à des facteurs de rendement qui diffèrent des facteurs influençant le rendement des actions et des obligations classiques. Les loyers tirés des immeubles et les flux de trésorerie générés par les infrastructures sont moins sensibles au cycle d'exploitation que les bénéfices produits par les sociétés ouvertes en général. Même si les prix des marchandises sont sensibles au cycle d'exploitation, la dynamique de l'offre et de la demande est également importante pour chaque marchandise.

D'un point de vue quantitatif, le degré de diversification peut être déterminé en analysant la corrélation entre les actifs réels cotés et les actions, même si, tel qu'il a été mentionné

précédemment, les actifs réels cotés ont tendance à évoluer dans le même sens que les actions, particulièrement à court terme. La corrélation entre les actifs réels cotés et les actions indique néanmoins certains avantages sur le plan de la diversification, tel que l'illustre la figure 6 ci-après. Il est également important de noter que plus la période est longue, plus la corrélation a tendance à diminuer. Par exemple, la corrélation entre les FPI et les actions est de 0,78 si l'on tient compte du rendement sur une période mobile de 12 mois, contre 0,65 pour le rendement annualisé sur une période mobile de 36 mois. Cette constatation n'est pas surprenante puisque les données fondamentales l'emportent sur les émotions à mesure que l'horizon de placement augmente. Les titres cotés du secteur des infrastructures font exception, dont la corrélation est assez prononcée et stable pour les trois horizons.

FIGURE 6. CORRÉLATION AVEC L'INDICE MSCI MONDE (DEPUIS LE 31 DÉC. 1997)



Source : Bloomberg

FPI = indice FTSE NAREIT All Equity REITs (FPI américaines avant 1990, FPI mondiales de 1990 à ce jour); actions RN = indice Goldman Sachs Natural Resources avant 1996, indice S&P NA NR de 1996 à ce jour; marchandises = indice S&P GSCI avant 1991, indice DJ Commodity de 1991 à ce jour; infrastructures = indice UBS Global Infrastructure and Utilities 50/50 1996 au 04/2015, indice FTSE Russell Global Infrastructure and Utilities 50/50 04/2015 à ce jour.

ACTIFS RÉELS : OBJECTIONS POTENTIELLES

Les stratégies axées sur les actifs réels cotés peuvent faire l'objet d'objections valables. Sur les marchés des actions, la répartition de l'actif représente simplement des paris sur les secteurs, décisions qu'il vaut mieux laisser à des gestionnaires actifs. Par contre, comme il a été mentionné précédemment, les FPI et les actifs du secteur des infrastructures ne composent qu'une infime partie de l'univers des actions mondiales. Certaines stratégies actives ont tendance à éviter complètement les FPI ou à les sous-pondérer. Cette objection est plus convaincante lorsqu'elle porte sur les actions du secteur des ressources naturelles, dont la pondération est importante dans l'univers général des actions.

Certaines critiques sont d'avis que les avantages sur le plan de la diversification et la sensibilité à l'inflation des actifs réels cotés risquent de ne pas se concrétiser lorsque les besoins se font le plus sentir. Comme il a été indiqué précédemment, les actifs réels ont généralement une certaine sensibilité à l'inflation, mais il ne s'agit qu'un d'un des facteurs stimulant les rendements. Ils sont également sensibles aux conditions économiques, facteur qui pourrait être plus pertinent que la sensibilité à l'inflation, particulièrement dans un contexte de stagflation.

L'un des sujets d'intérêt est probablement la sensibilité de ces stratégies aux taux d'intérêt, surtout en ce qui concerne les titres cotés du secteur des infrastructures et les FPI. Même si ces deux actifs réels ont affiché une corrélation négative modeste avec le rendement des obligations au cours des 20 dernières années, leur sensibilité aux taux d'intérêt a été plus élevée au cours des dernières années, probablement parce que les titres à rendement élevé ont attiré les investisseurs en quête de rendement⁹.

Pour terminer, il y a lieu de se demander si les actifs réels cotés méritent leur place dans un portefeuille durant les périodes où les risques de déflation surpassent les risques d'inflation. Par contre, même si les craintes d'inflation ne se confirment pas, les actifs réels cotés comportent un ensemble de facteurs de rendement qui diffèrent de ceux des actions en général, et leur rendement ne sera pas nécessairement inférieur en période de faible inflation. Par exemple, durant la période 1983-2002, alors que l'inflation était en baisse, les actions du secteur des ressources naturelles ont enregistré un rendement conforme à celui des actions mondiales (même s'il est important de noter que les questions de l'offre et de la demande sont et demeureront vraisemblablement un facteur clé de ces actifs), alors que les FPI n'ont été que légèrement à la traîne. En outre, il est difficile de prédire à quel moment les risques d'inflation surpasseront les risques de déflation.

⁹ Nous avons réalisé une analyse de régression multiple, en utilisant la prime de risque lié aux actions (indice MSCI Monde) et la prime de terme (indice Bloomberg Barclays US Long Treasury) comme variables indépendantes. Cette régression démontrait que les FPI et les titres du secteur des infrastructures ont affiché des coefficients bêta respectifs de 0,73 et de 0,54 par rapport à la prime de terme pour la période de cinq ans terminée en 2017. Les coefficients bêta par rapport à la prime de terme pour la période précédente de cinq ans terminée en 2012, qui rendait compte de la crise financière, n'étaient que de 0,12 pour les FPI et de 0,22 pour les titres du secteur des infrastructures.

COMPOSITION D'UN PORTEFEUILLE

À l'instar de toute décision de placement, les investisseurs doivent prendre en compte leurs objectifs et leurs contraintes lorsqu'ils envisagent d'effectuer des placements dans des actifs réels cotés. Un facteur clé consiste à déterminer si des actifs non cotés feront partie du portefeuille. Nous privilégions les actifs réels non cotés parce qu'ils comportent plus d'avantages sur le plan de la diversification, que les occasions sont plus nombreuses et qu'ils ont un meilleur potentiel de rendements excédentaires. Nous reconnaissons toutefois que, dans certaines circonstances, les placements dans des titres non cotés ne sont pas appropriés.

Selon nous, les investisseurs doivent songer à investir dans les titres cotés des secteurs de l'immobilier et des infrastructures principalement pour remplacer un placement dans des actifs réels non cotés. Ces titres seront tout particulièrement intéressants pour les investisseurs qui ne peuvent pas ou ne veulent pas investir dans des marchés hors cote, ou pour les investisseurs qui cherchent à composer un portefeuille d'actifs réels non cotés sur une certaine période (disons entre trois et cinq ans). Il est également envisageable de détenir un portefeuille de titres mondiaux cotés afin de diversifier un portefeuille de titres non cotés qui est concentré dans le marché local, idéalement, encore une fois, comme mesure provisoire pour augmenter les placements dans les titres non cotés à long terme. Sur de courtes périodes, le rendement des actifs réels cotés est en grande partie influencé par les fluctuations des marchés des actions en général, ce qui signifie qu'il peut y avoir une grande divergence entre le rendement des actifs réels cotés et celui des actifs réels non cotés.

Les investisseurs peuvent également décider d'opter pour des actifs réels cotés afin de bénéficier de leurs avantages sur le plan de la diversification et de la sensibilité à l'inflation. Nous avons cependant constaté que les FPI et les titres cotés du secteur des infrastructures ont tendance à présenter une corrélation avec l'inflation et des coefficients bêta similaires à ceux des marchés des actions ainsi qu'une corrélation du rendement relativement élevée avec les actions. Cela dit, les FPI ont affiché un rendement sensiblement plus élevé que l'ensemble des marchés des actions durant la période de stagflation des années 1970 et du début des années 1980. Par conséquent, les investisseurs ne doivent pas se fier aux FPI et

aux titres cotés du secteur des infrastructures pour obtenir une protection à court terme contre l'inflation, et ces actifs peuvent très bien présenter un degré élevé de sensibilité à l'inflation sur de plus longues périodes en raison du lien inhérent à l'inflation des flux de trésorerie sous-jacents.

Même si nous sommes d'avis que la majorité des investisseurs sont particulièrement préoccupés par l'inflation à long terme, pour les investisseurs souhaitant davantage de sensibilité à l'inflation à court terme, les contrats à terme sur marchandises et les actions du secteur des ressources naturelles méritent leur attention. Des deux, nous privilégions généralement les actions du secteur des ressources naturelles, car le rendement attendu devrait correspondre à celui des autres actifs de croissance même si les prix des marchandises sont stables, tandis que les contrats à terme sur marchandises auront probablement besoin d'une forte tendance à la hausse des prix pour produire des rendements à long terme aussi avantageux que ceux des autres actifs de croissance. L'une des raisons de privilégier les contrats à terme sur marchandises au détriment des actions du secteur des ressources naturelles réside dans le fait que les contrats à terme sur marchandises ont le lien le plus étroit avec les hausses imprévues de l'inflation à court terme et affichent une corrélation plus faible avec les actions, particulièrement en période inflationniste. Par contre, la plus grande sensibilité à l'inflation sera vraisemblablement obtenue au détriment d'une baisse des rendements à long terme attendus.

Plutôt que de composer et tenir à jour un portefeuille d'actifs réels cotés, les investisseurs peuvent confier cette responsabilité à un gestionnaire. Les stratégies diversifiées de protection contre l'inflation offertes par des tiers sont fréquentes aux États-Unis, et elles offrent une participation diversifiée aux actifs réels dans un instrument unique. Certains des avantages de cette solution sont la simplicité et la possibilité pour les gestionnaires de modifier stratégiquement les catégories d'actifs réels. Parmi les inconvénients de ces stratégies, on compte les frais potentiellement plus élevés et les participations en double. Par exemple, plusieurs stratégies diversifiées de protection contre l'inflation comprennent des placements importants dans des obligations indexées sur l'inflation et des monnaies étrangères, placements que les investisseurs peuvent déjà posséder ailleurs.

CONCLUSION

Nous sommes d'avis que les actifs réels comportent de précieux avantages en matière de diversification et une sensibilité à l'inflation intéressante, ces caractéristiques pouvant varier sensiblement selon la nature des actifs en question et la conjoncture. Même si nous privilégions les actifs réels non cotés, les actifs réels cotés constituent également une option viable pour les investisseurs ayant des contraintes de liquidité. Ils peuvent aussi être utilisés pendant la mise sur pied d'un programme axé sur les placements privés. Les actifs réels cotés n'offrent pas autant d'avantages en matière de diversification et de possibilités de rendements excédentaires qu'un programme axé sur les titres non cotés, mais ils détiennent des actifs sous-jacents similaires et partagent de nombreux facteurs de rendement. Dans un portefeuille de titres cotés, nous croyons que les titres immobiliers et les titres cotés du secteur des infrastructures devraient constituer l'assise, tout comme dans un programme axé sur les titres non cotés.

Les investisseurs qui cherchent une protection accrue contre l'inflation à court terme pourraient également se tourner vers les actions du secteur des ressources naturelles et les contrats à terme sur marchandises à titre de placement satellite. Pour les investisseurs en quête de simplicité (du point de vue de la gouvernance), les stratégies diversifiées de protection contre l'inflation peuvent convenir sur les marchés offrant ces stratégies.



À PROPOS DE MERCER

Chez [Mercer](#), nous avons un impact sur la vie quotidienne de plus de 115 millions de personnes en contribuant à l'amélioration de leur santé, de leurs avoirs et de leur carrière. Nous avons pour mission d'aider nos clients et leurs employés à se bâtir un avenir plus sûr et prospère, que ce soit en concevant des régimes de soins de santé abordables, en proposant des programmes qui assurent la constitution d'un revenu de retraite ou en aidant les entreprises à se doter d'une main-d'œuvre qui répond à leurs besoins. Nous misons sur nos analyses et nos idées novatrices pour promouvoir le changement, tout en prévoyant et en comprenant les répercussions présentes et futures des décisions d'affaires sur le plan individuel. Nous abordons les besoins actuels et futurs des personnes dans une perspective d'innovation, et toutes nos idées et nos solutions reposent sur notre vision globale, nos compétences spécialisées et notre grande rigueur analytique. Depuis plus de 70 ans, nous transformons nos idées en solutions concrètes pour améliorer la vie, le travail et la retraite des gens partout dans le monde. Chez Mercer, nous inventons l'avenir, aujourd'hui.

LE SOUTIEN OFFERT PAR MERCER

En matière d'avoirs et d'investissements, il faut mettre en place des solutions de pointe. Nous offrons des services de recherche et de consultation qui peuvent vous aider à évaluer les risques et à concevoir des stratégies de placement sans perdre de vue la nécessité d'atteindre vos objectifs en période de changements. Grâce à leurs connaissances approfondies des aspects complexes des placements ainsi que des facteurs en constante évolution qui les influencent, et avec le soutien de plus de 140 spécialistes en recherche de gestionnaires, les conseillers de Mercer peuvent vous aider à prendre les décisions judicieuses qui répondront à vos besoins d'affaires et qui vous permettront d'assurer un avenir plus satisfaisant à vos employés.

Pour de plus amples renseignements, consultez le site www.mercer.ca

Soyez du débat :

 [@MercerCanada](https://twitter.com/MercerCanada)  [Mercer Canada](https://www.linkedin.com/company/MercerCanada)

Avis importants

Toute référence à Mercer inclut Mercer LLC et ses sociétés associées.

© Mercer LLC, 2019. Tous droits réservés.

La présente contient des renseignements exclusifs appartenant à Mercer qui sont destinés à l'usage exclusif des parties à qui Mercer les a confiés. Son contenu ne peut être modifié, vendu ou communiqué de quelque autre manière que ce soit, en totalité ou en partie, à toute autre personne ou entité, sans l'autorisation préalable écrite de Mercer.

Les conclusions, les évaluations et/ou les opinions exprimées aux présentes sont la propriété intellectuelle de Mercer et peuvent faire l'objet de modifications sans préavis. Elles n'ont pas pour objet d'offrir des garanties quant aux résultats futurs des produits d'investissement, des catégories d'actif ou des marchés financiers dont il a été question. Les renseignements contenus aux présentes pourraient avoir été obtenus auprès de diverses sources tierces. Bien que ces renseignements soient jugés dignes de foi, Mercer n'a pas cherché à les vérifier. Par conséquent, Mercer ne fournit aucune garantie quant à l'exactitude de ces renseignements et décline toute responsabilité pour tout dommage (direct, indirect ou accessoire) qui pourrait résulter d'une erreur, d'une omission ou d'une inexactitude dans les données fournies par des tiers.

La présente ne constitue ni une offre ni une sollicitation visant l'achat ou la vente de titres, de produits de base ou de tout autre instrument ou produit financier pour le compte de l'un ou l'autre des gestionnaires de placements ou de leurs sociétés affiliées, produits ou stratégies que Mercer pourrait évaluer ou recommander.

La valeur de vos placements peut diminuer ou augmenter et il est possible que vous ne récupériez pas le montant que vous avez investi. La valeur des placements libellés dans une monnaie étrangère varie en fonction des fluctuations de cette monnaie étrangère. Certains placements, notamment les titres émis par des sociétés étrangères, à petite capitalisation ou de marchés émergents, les biens immobiliers ainsi que les fonds non liquides, à levier financier ou à rendement élevé, comportent des risques accrus dont il faut tenir compte avant de choisir un gestionnaire de placements ou de prendre une décision de placement.

Le cas échéant, les données sur l'actif confié à nos services de consultation comprennent les données consolidées de Mercer Investment Consulting, Inc. et de ses sociétés affiliées à l'échelle mondiale (Mercer). Les données ont été obtenues auprès de différentes sources, incluant, sans s'y limiter, des dépositaires ou des gestionnaires de placements tiers, des déclarations réglementaires et des clients (données autodéclarées). Mercer n'a pas soumis les données à une vérification indépendante. Lorsqu'elles sont disponibles, les données sont fournies à la date indiquée (la date de rapport). Si elles ne sont pas disponibles à cette date, l'information disponible à la date la plus récente (qui peut être postérieure à la date de rapport) a été incluse. Les données comprennent l'actif des clients qui ont fait appel à Mercer pour obtenir des services par projets pendant la période de 12 mois se terminant à la date de rapport ainsi que l'actif des clients qui sont abonnés à la base de données des recherches de Mercer sur les gestionnaires diffusée sur la plateforme MercerInsight®.

Le cas échéant, les données sur l'actif sous gestion indiquées ici comprennent les données consolidées de Mercer Investment Management, Inc. et de ses unités de gestion fiduciaire affiliées à l'échelle mondiale en date des présentes.

Mercer a élaboré et mis sur pied une méthode d'évaluation de la valeur ajoutée par le biais des recommandations de ses spécialistes en recherche de gestionnaires. Le cas échéant, les données présentées sur la valeur ajoutée reposent sur cette méthode, et les résultats de l'analyse, pour les périodes allant jusqu'au 31 décembre 2017, figurent dans le rapport ci-joint.

Pour en apprendre davantage sur la divulgation de conflits d'intérêts, veuillez communiquer avec votre représentant Mercer ou consulter le site www.mercer.com/conflictsofinterest.

Le présent document ne contient aucun conseil en matière de placement ayant trait à votre situation personnelle. Aucune décision d'investissement ne doit être fondée sur les renseignements qu'il contient sans l'obtention au préalable d'un avis professionnel approprié et sans que soit prise en compte votre situation particulière.

Mercer ne fournit aucun conseil d'ordre fiscal ou juridique. Communiquez avec votre conseiller fiscal, votre comptable ou votre avocat avant de prendre toute décision ayant des implications fiscales ou juridiques.

Les services de gestion de placements au Canada sont dispensés par Mercer, Gestion mondiale d'investissements Canada limitée.

Les services de consultation en gestion de placements sont fournis par Mercer (Canada) limitée.