



LE MÉRITE DES OBLIGATIONS DE SOCIÉTÉS

CARLO DILALLA, CFA, Vice-président et gestionnaire principal de portefeuilles de clients, Titres à revenu fixe

Résumé

Depuis 2008, la plupart des gestionnaires actifs d'obligations surpondèrent les obligations de sociétés – un positionnement tactique qui a porté ses fruits. En plus de procurer des taux de rendement supérieurs à ceux des obligations du gouvernement fédéral, les obligations de sociétés ont tiré profit du resserrement des écarts de taux à mesure que les marchés sont revenus à la normale, après la crise financière. Ce double avantage (écart excédentaire initial et resserrement subséquent de l'écart) justifie que l'on évalue les obligations de sociétés comme des occasions de placement tactiques, après des périodes d'élargissement significatif des écarts de taux. Compte tenu de l'élargissement des écarts de taux observé ces 18 derniers mois, le présent article se penche sur les causes et fait ressortir les occasions réalisables qui s'offrent aux comités de placement dans la conjoncture actuelle.

Au bord du gouffre ou dans l'attente de bonnes occasions?

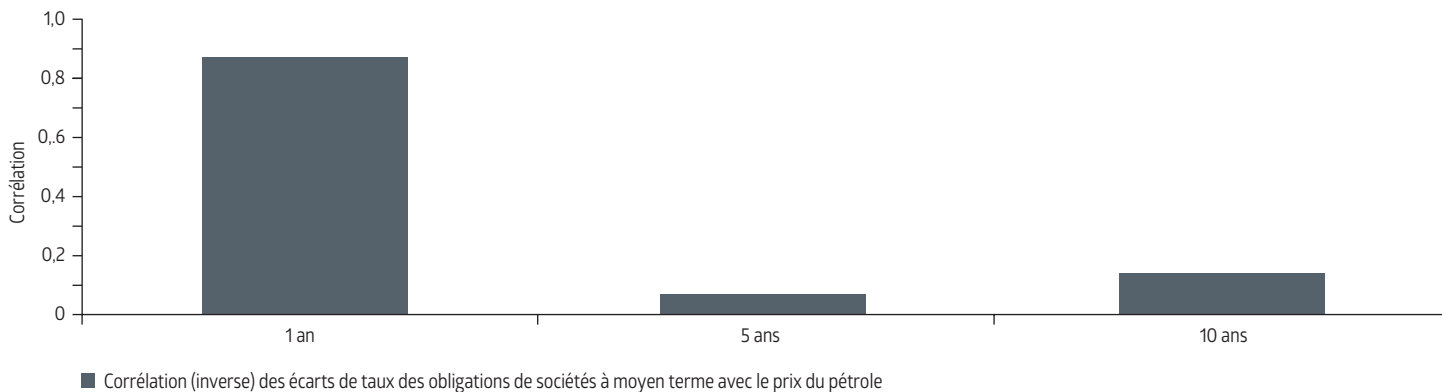
Bon nombre de nos clients nous demandent si les conditions de marché actuelles laissent entrevoir qu'une nouvelle crise financière se prépare. D'autres nous demandent si le niveau actuel des écarts de taux représente l'une des plus intéressantes propositions de valeur sur le marché des titres de créance depuis la crise. La polarité des sentiments fait ressortir le niveau extrême de peur et d'optimisme que nous observons actuellement.

Certes, de nombreuses variables doivent être prises en compte, notamment les ventes massives dans le secteur de l'énergie et la crainte d'un ralentissement de l'économie chinoise, ainsi que ses répercussions sur une possible récession mondiale. Cependant, nous ne croyons pas être au bord d'une nouvelle crise financière ou d'une grave récession mondiale. Les investisseurs et les gestionnaires doivent établir une distinction entre l'aversion au risque et les paramètres sous-jacents des marchés du crédit. Si nous parvenons à les distinguer, nous constatons que les écarts de taux ont atteint des niveaux intéressants qui justifient qu'on s'y attarde.

Quels sont les facteurs qui dictent actuellement l'évolution des écarts de taux?

Les manchettes font grand cas des écarts de taux des obligations à rendement élevé, qui continuent de s'élargir et atteignent des niveaux inédits depuis 2010 et 2011, alors que la menace de la crise financière européenne planait sur les marchés. Contrairement à la période précédente, au cours de laquelle le risque lié aux dettes souveraines en Europe avait provoqué l'aversion au risque chez les investisseurs, l'élargissement actuel des écarts de taux des obligations à rendement élevé est attribuable aux titres de l'énergie et des matériaux. Ces titres se sont dissociés de l'indice général des titres à rendement élevé à la fin de 2014, par suite de la baisse des prix des produits de base. Au cours de cette période, les participants aux marchés étaient obsédés par la hausse des cours du pétrole, alors que les écarts de taux des obligations de sociétés canadiennes (figure 1), ainsi que la plupart des catégories d'actif, ont établi une forte corrélation avec le prix du brut.

FIGURE 1 – CORRÉLATION ENTRE LES ÉCARTS DE TAUX ET LE PRIX DU PÉTROLE

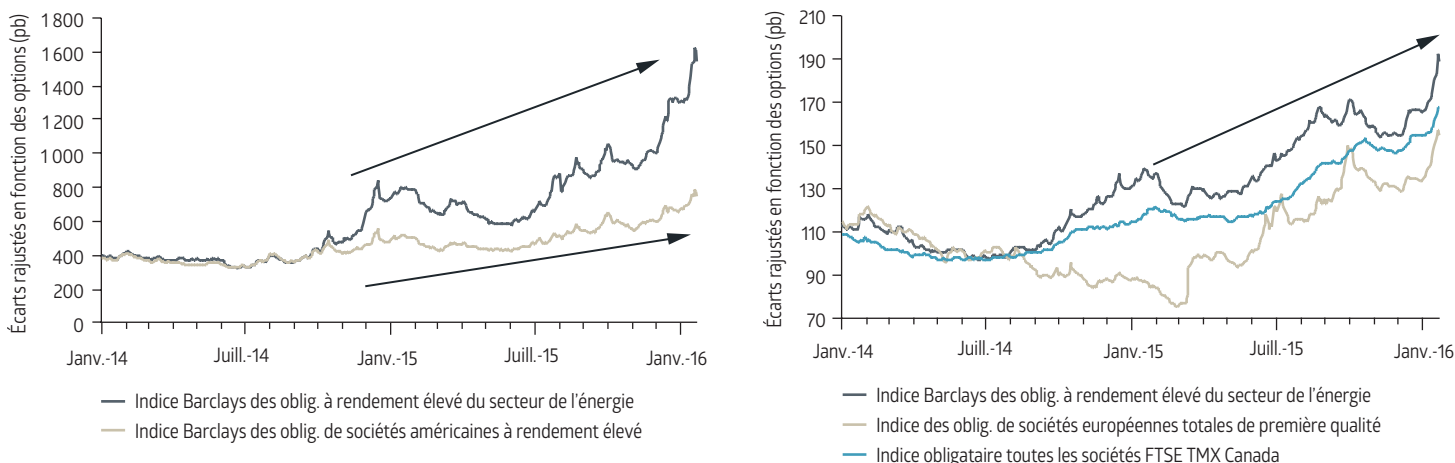


Sources : Thomson DataStream et Gestion d'actifs CIBC inc.

La détérioration initiale des écarts de taux des obligations à rendement élevé des secteurs de l'énergie et des matériaux a commencé à peser sur l'indice général des titres à rendement élevé et a finalement provoqué des ventes massives sur ce marché, quel que soit le lien avec les prix de l'énergie (figure 2, graphique de gauche). À l'instar des titres de l'énergie, qui ont exercé des pressions sur l'ensemble du marché des obligations à rendement élevé, ces dernières ont plombé les indices des obligations de première qualité, provoquant l'élargissement des écarts de taux sur ces marchés. Cette situation a été exacerbée

par le ralentissement de l'économie chinoise et par les craintes d'une récession mondiale. L'incidence initiale de ces préoccupations sur les obligations de sociétés américaines de première qualité s'est répercutée, comme c'est habituellement le cas, sur les obligations de sociétés canadiennes, dont les écarts de taux actuels se situent à leurs plus hauts niveaux en près de cinq ans (figure 2, graphique de droite). Les écarts de taux ont aussi réagi aux pressions supplémentaires exercées par le ralentissement de l'économie canadienne, en particulier à la suite du recul des titres énergétiques.

FIGURE 2 – TENDANCES DES ÉCARTS DE TAUX DU SECTEUR DE L'ÉNERGIE ET DES TITRES DE PREMIÈRE QUALITÉ



Sources : Barclays, FTSE TMX Debt Capital Markets et Gestion d'actifs CIBC inc.

Comprendre où nous nous situons dans un contexte historique

Compte tenu des pressions à la hausse qui s'exercent sur les écarts de taux des obligations de sociétés, nous croyons qu'il est important de comprendre l'ampleur de cette hausse en la replaçant dans un contexte historique, en particulier si l'on envisage d'établir une position stratégique ou d'étoffer un placement dans les obligations de sociétés. Au cours de la période allant de janvier 1980 à février 2016, les écarts de taux des obligations de sociétés canadiennes de première qualité à moyen terme (dont la durée est considérée comme

neutre) ont été supérieurs à un écart-type, un niveau inédit depuis la fin de 2011 ou le milieu de 1992. Si l'on fait abstraction des écarts de taux extrêmes enregistrés au moment de la crise financière (un événement extrême qui s'est traduit par des chiffres plus élevés), les écarts de taux des obligations de sociétés à moyen terme actuels s'établissent deux écarts-types au-dessus pour la même période (figure 3)!

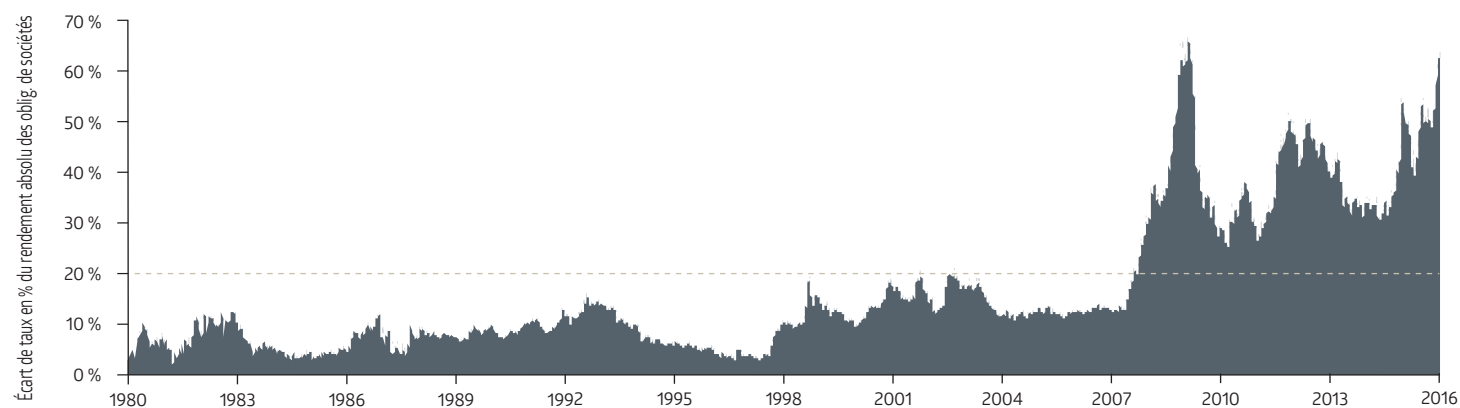
FIGURE 3 – ÉCART-TYPE DES VARIATIONS DES ÉCARTS DE TAUX



Période d'exclusion correspondant à la récession canadienne. Sources : FTSE TMX Debt Capital Markets et Gestion d'actifs CIBC inc.

Lorsqu'on considère les écarts de taux des obligations de sociétés en pourcentage du taux de rendement absolu de ces dernières, on constate qu'ils atteignent là encore des niveaux largement plus élevés que la moyenne historique à long terme (figure 4).

FIGURE 4 – INCIDENCE DES ÉCARTS DE TAUX SUR LE RENDEMENT ABSOLU



Selon les écarts de taux d'obligations de sociétés à moyen terme. Sources : FTSE TMX Debt Capital Markets et Gestion d'actifs CIBC inc.

Faire preuve de discernement et examiner les occasions du point de vue de la gestion du risque

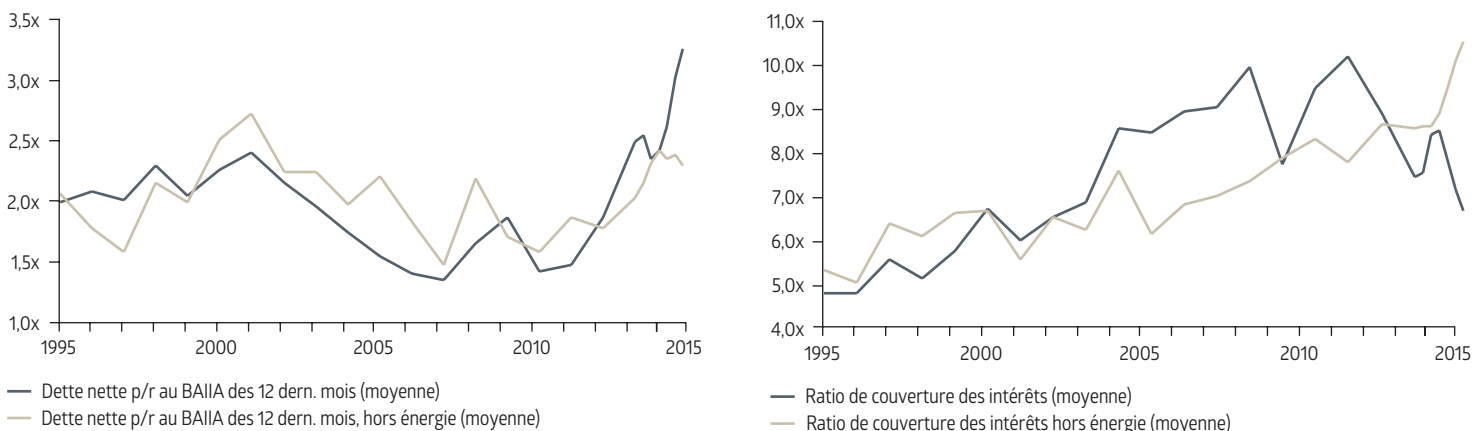
En raison des fluctuations du marché dont nous avons fait mention, les obligations de sociétés de première qualité représentent actuellement une intéressante proposition de valeur; voilà pourquoi nous croyons qu'il est important de déterminer judicieusement la pondération des obligations de sociétés en vue de limiter le risque de baisse. À ces niveaux, il convient d'établir ou d'accroître les

placements en obligations de sociétés lorsqu'il est avantageux de le faire. Nous reconnaissons que certains émetteurs et certains secteurs ont vu leurs paramètres fondamentaux se détériorer vraiment, mais les écarts de taux d'autres titres se sont simplement élargis par suite du décrochage généralisé et offrent désormais des taux de rendement inédits depuis de longues années.

Du point de vue des paramètres fondamentaux, nous considérons qu'il est nécessaire de distinguer les facteurs d'aversion au risque des occasions que recèlent encore d'autres secteurs et d'autres marchés qui continuent de tirer profit de coûts de financement se situant à des creux records. Bien que les ratios de levier financier de l'ensemble du marché semblent augmenter, alors que les ratios de couverture des intérêts fléchissent, nous estimons que la situation est bien différente si l'on fait abstraction des titres de l'énergie; la situation est alors beaucoup plus favorable

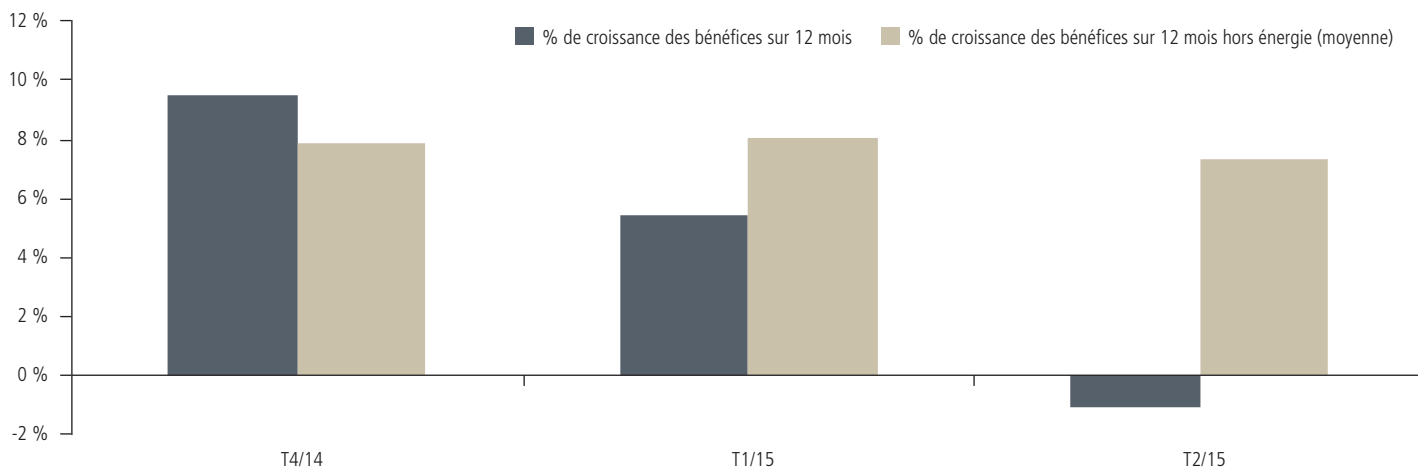
en ce qui concerne les paramètres fondamentaux des sociétés (figures 5A et 5B). Malgré la baisse tendancielle des revenus, le ralentissement causé par le secteur de l'énergie s'est clairement dissocié des autres secteurs canadiens, qui poursuivent leur progression. En soulignant la dichotomie entre le secteur de l'énergie et les autres secteurs, nous constatons que, dans une certaine mesure, les récents chocs des écarts de taux ont été causés davantage par les craintes suscitées par les données macroéconomiques que par la qualité de crédit d'émetteurs individuels.

FIGURE 5A – RATIO DE COUVERTURE DES TITRES DE PREMIÈRE QUALITÉ (HORS FINANCE)



Titres de l'indice S&P/TSX, à l'exclusion du secteur financier. Source : RBC Marchés des Capitaux.

FIGURE 5B – CROISSANCE DES BÉNÉFICES DES TITRES DE PREMIÈRE QUALITÉ (HORS FINANCE)



Titres de l'indice S&P/TSX, à l'exclusion du secteur financier. Source : RBC Marchés des Capitaux.

Ces divergences soulignent l'importance de recherches exclusives sur le crédit, qui permettent de distinguer entre les influences générales sur les écarts de taux et les moteurs déterminants de la qualité du crédit et de la valorisation. Nous avons toujours été convaincus que des analyses de crédit indépendantes représentent un mécanisme essentiel de contrôle de la qualité dans la composante des obligations de sociétés. Les analyses indépendantes peuvent permettre de déceler les signes avant-coureurs d'une détérioration du crédit, bien avant que les agences de notation ne procèdent à l'abaissement des cotes.

Faire le lien entre l'élargissement des écarts de taux dans le passé et le rendement

Le passé nous enseigne-t-il la façon dont les marchés obligataires se comportent dans les contextes extrêmes comme celui que nous connaissons actuellement? Selon nous, la réponse est un « oui » retentissant. Le tableau 1 illustre la variation annuelle des écarts de taux et les répercussions sur les rendements de différents segments du marché des titres à revenu fixe, y compris les obligations de sociétés. Même en période d'élargissement extrême des écarts de taux, les obligations de sociétés ont affiché des rendements meilleurs que prévu. Et malgré le violent décrochage des titres de créance en 2008, les obligations de sociétés sont

parvenues à inscrire un rendement modeste, mais positif. Ces rendements positifs constants sont principalement attribuables au fait que les titres de sociétés de première qualité offrent une protection inhérente contre les tendances défavorables de croissance économique, qui provoquent habituellement l'élargissement des écarts de taux. Lorsque le marché intègre un ralentissement futur de la croissance économique, les taux obligataires commencent à diminuer et font grimper les prix des obligations de sociétés. Cette incidence contribue à atténuer les répercussions de l'élargissement des écarts de taux.

TABLEAU 1

RENDEMENT PAR SECTEUR	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Variation des écarts de taux de titres à moyen terme (pb)	+32	+2	-19	-49	+51	-3	-302	+292	+84	+6
Obligations fédérales	3,66	6,91	-1,52	2,11	8,41	5,39	-0,21	11,51	4,62	3,62
Provinces	4,14	12,18	-2,70	3,37	13,17	8,56	6,19	5,31	4,23	4,36
Sociétés	2,71	7,58	0,84	6,22	8,24	7,34	16,26	0,23	1,79	4,39

Sources: FTSE TMX Debt Capital Markets and CIBC Capital Markets

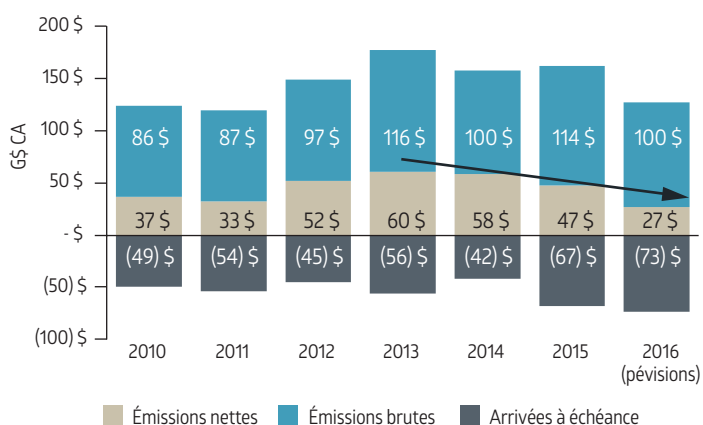
Conditions favorables aux titres de créance

Certaines conditions du marché se sont formées, qui confortent notre recommandation de surpondérer des obligations de sociétés choisies avec soin. Voici quelques-uns des critères qui appuient cette recommandation :

1 L'offre et la demande

En 2016, les émissions nettes devraient être les moins élevées depuis des années, alors que la demande d'obligations de sociétés devrait se maintenir, dans l'actuel contexte de taux d'intérêt peu élevés. La diminution de l'offre, combinée à la demande soutenue, devrait favoriser les écarts de taux.

FIGURE 6 – ÉMISSIONS NETTES SUR LES MARCHÉS CANADIENS



Sources : Gestion d'actifs CIBC et BMO Marchés des capitaux.

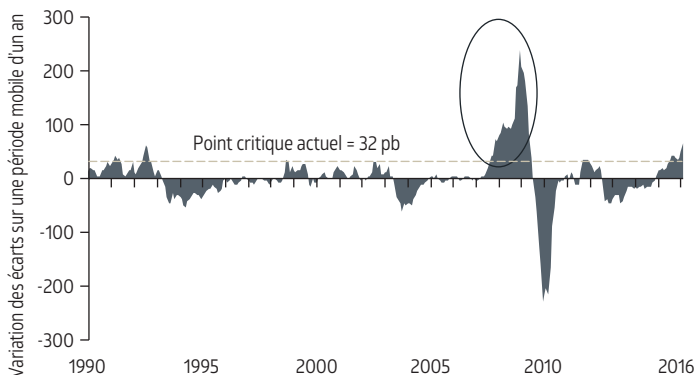
Nous croyons que la demande d'obligations de sociétés pourrait augmenter, étant donné que les taux de rendement plus élevés actuellement offerts attirent de nouveaux investisseurs. Au cours de 2016, la diminution prévue de l'offre devrait créer un déséquilibre qui entraînera une correction des prix des obligations de sociétés en faveur des investisseurs actuels.

2 Points critiques

Les points critiques représentent le coussin offert par les obligations de sociétés, en raison des écarts de taux actuels. Nous examinons les points critiques pour l'ensemble de la courbe et pour une variété d'obligations de sociétés, mais une simple illustration montre que les écarts de taux se sont tellement élargis que les points critiques se situent maintenant à des sommets relatifs. Sur un horizon d'un an, l'écart de taux de l'indice des obligations de sociétés FTSE TMX Canada devrait s'élargir de 32 points de base (pb) de plus avant que les pertes en capital n'effacent le rendement supplémentaire. C'est plus que le point critique de 23 pb observé en 2014 et beaucoup plus que les niveaux historiques, qui ont généralement été deux fois moins élevés.

Si l'on examine les variations des titres de créance sur des périodes mobiles d'un an, on constate que la crise financière est la seule période au cours de laquelle l'élargissement des écarts de taux a été suffisant pour éliminer ce coussin (figure 7).

FIGURE 7 – ÉLARGISSEMENT DES ÉCARTS DE TAUX SUR UN AN (OBLIGATIONS DE SOCIÉTÉ) PAR RAPPORT AU POINT CRITIQUE ACTUEL



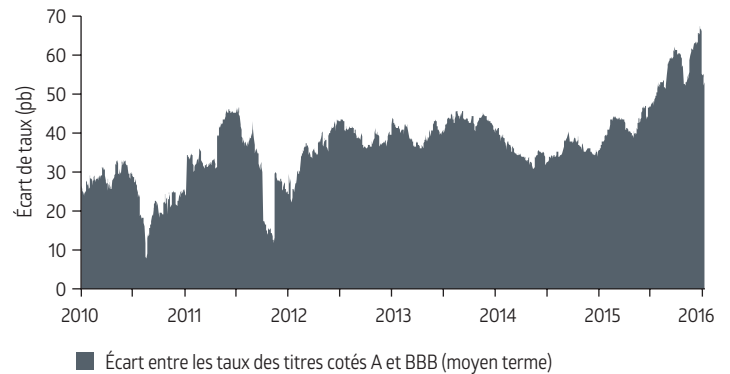
Sources : FTSE/TMX Global Debt Capital Markets Inc. et Gestion d'actifs CIBC inc.

3 Valeur relative

Dans l'ensemble, les écarts de taux se sont considérablement élargis, mais nous commençons à repérer des occasions pour un positionnement axé sur la valeur relative, en raison de la différenciation accrue entre les secteurs et les catégories de notation sur le marché. Ces occasions ne s'étaient pas présentées depuis de longues années. Si l'on examine l'écart

entre les taux des titres cotés A et BBB, on constate qu'il existe d'excellentes occasions de se positionner dans la partie supérieure ou la partie inférieure du spectre de notation afin de tirer parti des incohérences de valorisation sur le marché.

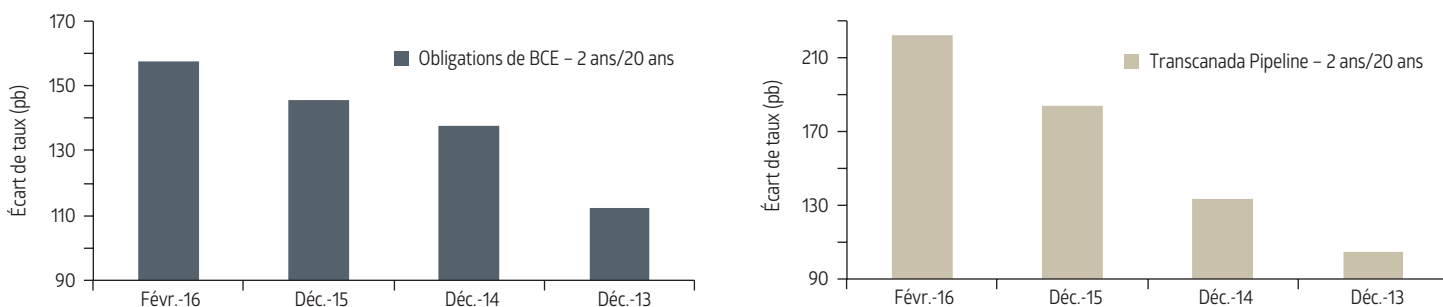
FIGURE 8 – ÉCART ENTRE LES TAUX DES TITRES COTÉS A ET BBB



Sources : FTSE/TMX Global Debt Capital Markets Inc. et Gestion d'actifs CIBC inc.

4 Variation de la courbe des obligations de sociétés

Les gestionnaires d'obligations de sociétés canadiennes privilégient habituellement les titres à court terme, étant donné que la courbe des obligations de sociétés est généralement plate (autrement dit, l'écart de taux des titres à 2 ans est comparable à celui des titres à 10 ans) et que la prévisibilité des flux de trésorerie futurs d'une société est indirectement proportionnelle à la durée de la période de prévision. Par conséquent, on croit que les investisseurs qui optent pour des obligations de sociétés de plus longue échéance (qui présentent un risque de crédit supérieur) ne sont pas suffisamment récompensés. Cependant, lorsque les écarts de taux fluctuent fortement, comme c'est le cas actuellement, la pente de la courbe des obligations de sociétés s'accroît. Cela procure aux équipes de placement dotées de solides capacités de recherche sur le crédit la confiance nécessaire pour miser sur les titres de plus longue échéance et de tirer parti d'une structure des échéances plus prononcée. Les courbes accentuées offrent aussi davantage d'occasions de réduire les échéances, lorsque le temps passe et que la pente de la courbe des obligations de sociétés s'aplatit pour revenir à la normale. La figure 9 illustre le cas de deux émetteurs canadiens d'obligations de sociétés dont la courbe des écarts de taux n'a jamais été aussi accentuée depuis la crise financière.

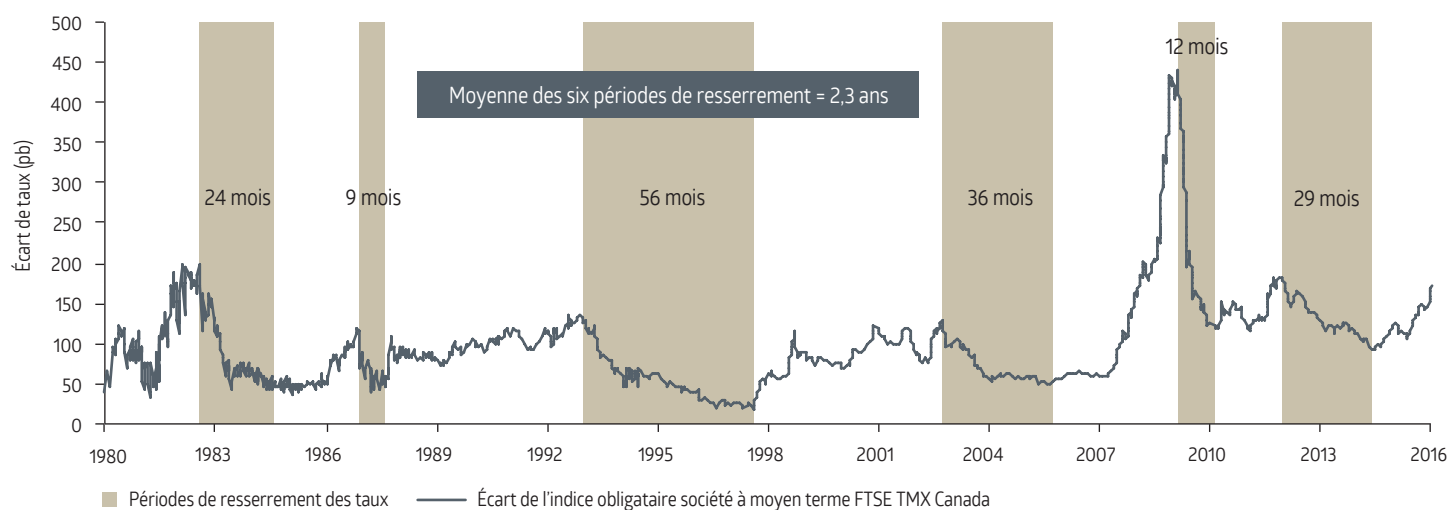
FIGURE 9 – ACCENTUATION DE LA COURBE DES ÉCARTS DE TAU X DE CERTAINES OBLIGATIONS

Sources : Bloomberg et Gestion d'actifs CIBC.

Tenir compte de la durée du cycle de crédit

Nous recommandons de choisir avec soin les obligations de sociétés à surpondérer; toutefois, les comités de placement et leurs gestionnaires doivent se rappeler qu'il faudra peut-être du temps avant que les écarts de taux reviennent à des niveaux proches des moyennes historiques (figure 10). Généralement, il s'écoule en moyenne deux ans entre le moment où les écarts de taux atteignent leur sommet et celui où ils touchent leur creux. Cette opinion s'appuie sur l'examen des moyennes historiques; nous savons toutefois qu'il existe

des périodes où les écarts de taux se sont resserrés beaucoup plus vite (en près de neuf mois en 1986) ou beaucoup plus lentement (environ 56 mois en 1993). Cela est particulièrement important pour les investisseurs dont l'horizon de placement est rapproché; nous croyons toutefois que, aux niveaux où les taux s'établissent actuellement, les investisseurs qui attendent que les écarts de taux se resserrant par rapport à leurs récents sommets sont récompensés, en raison des écarts excédentaires actuels.

FIGURE 10 – PÉRIODES ENTRE LES SOMMETS ET LES CREUX DES ÉCARTS DE TAU X

Sources : FTSE/TMX Global Debt Capital Markets Inc. et Gestion d'actifs CIBC inc.

Comment profiter de cette occasion?

Diverses options réalisables s'offrent aux comités de placement qui souhaitent profiter de cette occasion.

Le moment est propice, pour ceux qui privilégient une gestion passive des titres à revenu fixe, de réévaluer cette approche, même tactiquement.

Pour ceux qui ont déjà adopté une gestion active des titres à revenu fixe, il pourrait être intéressant d'envisager une stratégie d'obligations de sociétés.

Enfin, pour ceux qui effectuent déjà des placements auprès d'un gestionnaire d'obligations de sociétés, le moment est peut-être venu de réévaluer ce gestionnaire. Les comités de placement devraient se poser les questions suivantes :

- De quelle façon le gestionnaire effectue-t-il les placements dans les obligations de sociétés?
- Cherche-t-il simplement à tirer parti de primes d'illiquidité?
- Analyse-t-il vraiment l'ensemble des obligations de sociétés en vue de limiter le risque?

Nous sommes d'avis qu'il est prudent d'adopter cette dernière approche.

Conclusion

Les manchettes récentes et les fluctuations des marchés montrent bien que nous traversons une période extraordinaire. Selon nous, c'est dans de tels moments que les gestionnaires actifs ont l'occasion de faire fructifier les actifs de leurs clients, en distinguant les véritables signaux du bruit ambiant sur les marchés. Selon nous, en raison des craintes systématiques à l'égard de la conjoncture macroéconomique, les taux des obligations de sociétés commencent à atteindre des niveaux qui récompensent les investisseurs pour les facteurs de risque macroéconomiques et fondamentaux à court et moyen terme. Les prix sont peu élevés, les occasions de valeur relative intéressantes et la durée prévue du resserrement des écarts de taux est, relativement, courte. Enfin, les mesures du risque jouent en la faveur des investisseurs qui auront recours à la bonne équipe de sélection des obligations de sociétés.

Pour plus de détails, consultez le site : www.gacibc-institutionnel.com

Ce document vise à donner des renseignements généraux et ne doit pas être interprété comme un conseil de placement ni considéré comme une offre ou une sollicitation visant l'achat ou la vente de titres. Les renseignements fournis dans le présent document proviennent de sources jugées fiables et nous ont semblé justes au moment de les publier, mais nous ne pouvons en garantir ni l'exactitude, ni l'exhaustivité, ni la fiabilité. Sauf indication contraire, toutes les opinions et estimations figurant dans le présent document datent du moment de sa publication et peuvent changer. Gestion d'actifs CIBC inc. utilise plusieurs styles de placement pour ses diverses plateformes de placement. Les opinions exprimées dans le présent document sont celles de l'équipe des titres à revenu fixe et peuvent différer des opinions des autres équipes. Le contenu du présent document est la propriété exclusive de Gestion d'actifs CIBC inc. et ne doit pas être reproduit ni diffusé sans son consentement préalable. © Gestion d'actifs CIBC inc., 2016. ^{MD}Gestion d'actifs CIBC et le logo CIBC sont des marques déposées de la Banque Canadienne Impériale de Commerce. FTSE TMX Global Debt Capital Markets Inc. (« FTDCM »), FTSE International Limited (« FTSE »), le groupe d'entreprises London Stock Exchange (la « Bourse ») ou TSX Inc. (« TSX ») et conjointement avec FTDCM, FTSE et la bourse, les « concédants de licence ». Les concédants de licence ne donnent aucune garantie et ne font aucune déclaration, expressément ou explicitement, concernant les résultats susceptibles d'être obtenus à la suite de l'utilisation de l'indice de FTSE TMX Debt Capital Markets (« l'indice ») et/ou la valeur affichée par ledit indice à un moment ou un jour donné. L'indice est compilé et calculé par FTSEDCM et tous les droits sur les valeurs et les composantes de l'indice sont dévolus à FTDCM. Les concédants de licence ne peuvent en aucune manière être tenus responsables (que ce soit par négligence ou toute autre cause) à l'égard de quiconque des éventuelles erreurs touchant l'indice et les concédants de licence ne sont pas tenus d'aviser quiconque dans le cas où l'indice contiendrait de telles erreurs. « TMX » est une marque de commerce de TSX Inc. et est utilisée sous licence. « FTSE ® » est une marque de commerce de FTSE International Limited au Canada et à Taiwan, et des sociétés membres du London Stock Exchange Group dans le reste du monde, que FTDCM utilise sous licence.