

# LES OBLIGATIONS À RENDEMENT ÉLEVÉ NE SUSCITENT PAS LE RESPECT

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

## Résumé

La réputation de « fourre-tout » du marché des obligations à rendement élevé a beaucoup nui à la prise en compte de ces placements dans la constitution d'un portefeuille. Parmi les catégories d'actif, les obligations à rendement élevé jouent encore le rôle d'un Rodney Dangerfield : elles n'obtiennent simplemen pas le respect qu'elles méritent. Or, les investisseurs institutionnels se privent ainsi de bonnes occasions de placement. Les marchés des titres à rendement élevé ont fait de grands progrès depuis leur apparition et, compte tenu du recours croissant à des placements non traditionnels, le temps est venu d'envisager d'inclure cette catégorie d'actif dans les portefeuilles institutionnels.

**Pour étayer notre point de vue, nous répondrons à trois questions :**

## 1 POURQUOI LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS ONT-ILS NÉGLIGÉ LES OBLIGATIONS À RENDEMENT ÉLEVÉ?

Les obligations à rendement élevé, qui, dans le passé, étaient surtout réservées aux achats à effet de levier et aux « anges déchus », sont devenues au fil des années une source de financement stable pour les entreprises qui visent à renforcer leur bilan afin de soutenir leur plan d'expansion stratégique à long terme. Nous examinerons le caractère disparate des marchés des titres à rendement élevé, où se retrouvent toutes sortes d'émetteurs, des sociétés dont la cote vient d'être abaissée à BBB à celles qui sont sur le point de faire défaut. À cause de l'hétérogénéité de ce marché, les investisseurs institutionnels et les conseillers ont de la difficulté à déterminer la « position naturelle » de ces titres dans le cadre d'un portefeuille global.

Si l'on ajoute dans l'équation les divergences parmi le groupe des gestionnaires d'obligations à rendement élevé (des gestionnaires privilégiant la qualité parmi les obligations cotées BB/B à ceux qui s'intéressent aux titres de créance en difficulté), on comprend clairement pourquoi les obligations à rendement élevé se voient refuser une pondération stable au sein des portefeuilles. Nous soutenons également que, en raison de l'inefficacité et de la dispersion qui caractérisent les marchés des titres à rendement élevé, une gestion active est primordiale, car les portefeuilles gérés passivement exposent involontairement les clients à un grand nombre de risques.

## 2 POURQUOI DEVRAIT-ON INVESTIR ACTUELLEMENT DANS LES OBLIGATIONS À RENDEMENT ÉLEVÉ?

Comme il en va de la plupart des placements, les marchés inefficaces sont également ceux qui recèlent le plus grand potentiel de valeur pour les clients. Nous analyserons ce qui se produit lorsqu'on inclut des obligations à rendement élevé dans un portefeuille ainsi que l'amélioration du profil risquerendement que cela entraîne pour les clients. Par ailleurs, la bonne performance de cette catégorie d'actif à revenu fixe lorsque les taux sont à la hausse pourrait surprendre beaucoup de personnes. De plus, dans un contexte où l'on cherche à diversifier les portefeuilles afin d'accroître les flux de revenu, les obligations à rendement élevé constituent une option « plus liquide » pour les investisseurs disposés à faire plus de place aux placements non traditionnels. Nous examinerons également les avantages que les obligations à rendement élevé offrent comme substituts aux actions dans les régimes qui amorcent leur phase de réduction du risque.

## 3 QUEL RÔLE LES OBLIGATIONS À RENDEMENT ÉLEVÉ JOUENTELLES DANS UN PORTEFEUILLE INSTITUTIONNEL?

Selon nous, les obligations à rendement élevé peuvent, à cause de leur nature hybride, répondre aux besoins de rendement et de couverture des engagements d'un portefeuille de régime de retraite. Nous croyons également que cela fait des obligations à rendement élevé une catégorie d'actif attrayante à utiliser lorsque le portefeuille est réorienté des placements en actions vers la couverture des engagements.

À notre avis, les opinions erronées et les préjugés à l'égard de cette catégorie d'actif reposent sur une vision dépassée des marchés. Comparativement aux placements traditionnels, les obligations à rendement élevé offrent un rendement intéressant, sans présenter les problèmes de liquidité de nombreux autres placements non traditionnels. En ignorant le rôle important que les obligations à rendement élevé peuvent jouer dans les portefeuilles des régimes de retraite, des fondations et des compagnies d'assurance, on court le risque de rater des occasions.



# LES OBLIGATIONS À RENDEMENT ÉLEVÉ NE SUSCITENT PAS LE RESPECT

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

Du point de vue de l'élaboration d'un portefeuille, les obligations à rendement élevé demeurent la catégorie d'actif la moins respectée[1]. Pensez aux termes qu'on accole souvent à ce marché : « pacotille », « risqué » ou « spéculatif ». Nous croyons que ce genre de qualificatif découle d'une vision dépassée des marchés. Dans le présent article, nous cherchons à répondre à trois questions :

- Pourquoi les investisseurs institutionnels ont-ils négligé les obligations à rendement élevé?
- Pourquoi devrait-on investir actuellement dans les obligations à rendement élevé?
- Quel rôle les obligations à rendement élevé jouent-elles dans un portefeuille institutionnel?

Nous montrerons que les marchés des titres à rendement élevé ont fait beaucoup de progrès depuis leur apparition. Ces marchés ont été victimes de préjugés à cause de leur histoire tumultueuse et de leur caractère disparate. Nous examinerons également comment les obligations à rendement élevé peuvent s'insérer de manière optimale dans le portefeuille d'un investisseur institutionnel.

## Qu'est-ce qu'un titre à rendement élevé?

Les agences de notation attribuent aux titres de créance émis par les sociétés une cote variant de AAA à D. La cote AAA est réservée aux obligations (presque) sans risque, tandis que la cote D s'applique aux obligations en défaut. La solvabilité repose sur les risques financiers et commerciaux de l'entreprise. L'échelle de notation est illustrée dans la figure 1. L'ensemble des obligations se divise en deux groupes distincts : les obligations de premier ordre (ou de qualité supérieure) et les obligations à rendement élevé (ou de qualité inférieure). Les cotes BBB/BB se trouvent à la frontière de ces deux groupes. Dans le cadre de notre examen, nous nous concentrerons sur les titres qui ont la cote BB ou une cote inférieure et qui forment le groupe des obligations à rendement élevé.

**FIGURE 1 – ÉCHELLE DE NOTATION**

| | MOODY'S | S&P | FITCH |
|---|---|---|---|
| **Obligation de premier ordre** | | | |
| Qualité supérieure | AAA | AAA | AAA |
| | AA | AA | AA |
| | A | A | A |
| | BAA | BBB | BBB |
| **Qualité supérieure** | | | |
| Qualité inférieure | BA | BB | BB |
| | B | B | B |
| | CAA | CCC | CCC |

Sources : Cotes de Standard & Poor's, de Moody's et de Fitch au 20 septembre 2016

## Pourquoi les investisseurs institutionnels ont-ils négligé les obligations à rendement élevé?

Deux raisons principales expliquent selon nous pourquoi les obligations à rendement élevé ne suscitent pas l'intérêt qu'elles méritent dans les décisions de répartition de l'actif prises sur le marché institutionnel canadien. Les obligations à rendement élevé subissent le contrecoup de leur passé mouvementé, mais il s'agit là d'une perception qui devrait être remise en question. De plus, la place de cette catégorie d'actif dans un portefeuille global est difficile à cerner, de sorte qu'il est facile, pour un investisseur institutionnel, de l'exclure de l'ensemble des possibilités considérées.

[1] Les lecteurs plus jeunes doivent savoir que Rodney Dangerfield était un monologuiste et un acteur célèbre pour sa rengaine « Personne ne me respecte ».

## Genèse d'un marché fourre-tout et brève récapitulation historique

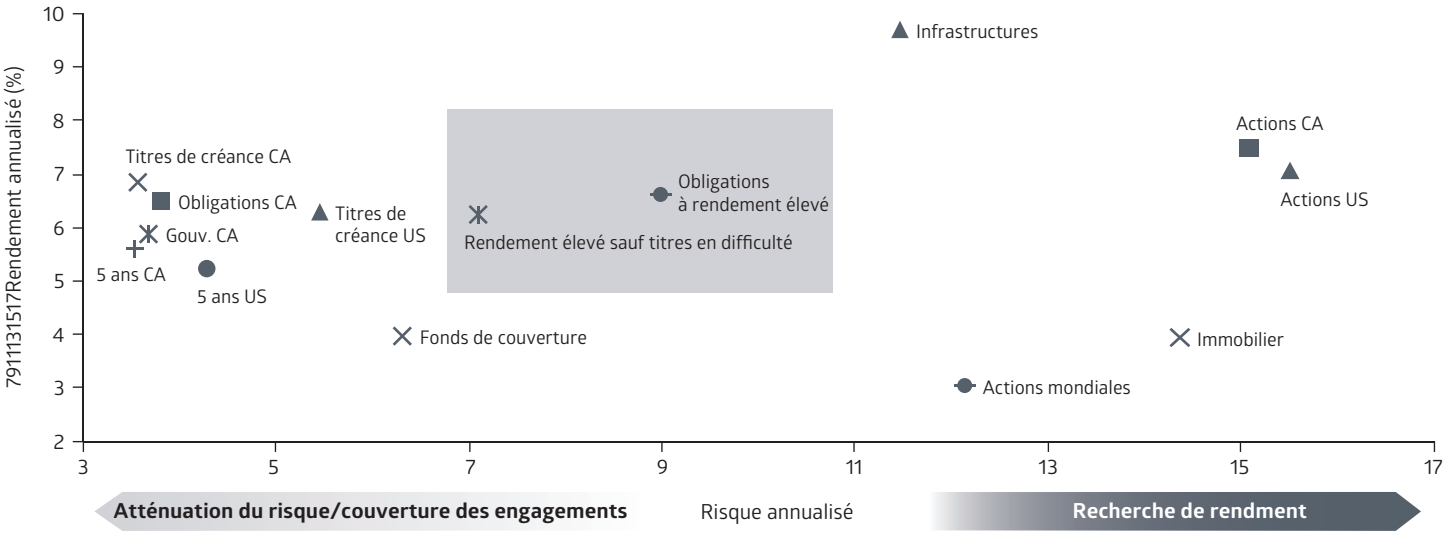
À l'origine, les obligations à rendement élevé étaient simplement des obligations de sociétés qui détenaient une cote de qualité supérieure, mais qui, pour une raison ou une autre, avaient été abaissées à une cote de qualité inférieure (ce qu'on appelle les « anges déchus »). Les obligations de qualité inférieure ont alors reçu le sobriquet d'« obligations de pacotille », car elles représentaient des titres indésirables dans lesquels peu de personnes voulaient investir. Cette caractéristique a donné au marché des obligations à rendement élevé un caractère « fourre-tout », parce que toutes sortes de titres s'y retrouvaient, des anges récemment déchus qui, à de nombreux égards, recelaient encore une qualité supérieure, aux émissions de sociétés sur le point de faire défaut. En raison de cette qualité très variable des titres, le marché des obligations à rendement élevé était beaucoup plus difficile à suivre que les groupes plus homogènes, comme celui des titres de créance de premier ordre. Parmi les titres de créance de premier ordre, les différences du point de vue du risque de crédit, du taux de rendement et du risque global sont beaucoup plus limitées, lorsqu'on passe d'un niveau de notation à un autre (de AAA/AA à BBB) que dans le groupe des obligations à rendement élevé (de BB jusqu'au segment en défaillance). L'ensemble des obligations à rendement élevé est si hétérogène qu'il est difficile d'évaluer cette catégorie d'actif d'une manière cohérente.

Dans les années 1980, les intervenants sur le marché ont changé de nature, grâce à Michael Milken, un employé de Drexel Burnham, qui s'est consacré à la recherche et aux opérations sur les obligations à rendement élevé. Milken s'est rendu compte que, en raison de leur valeur relative, les obligations à rendement élevé constituaient des placements attrayants qui étaient susceptibles d'intéresser les clients institutionnels. Il a également constaté par la suite qu'elles pouvaient servir d'instruments pour financer les achats à effet de levier (AEL). Le procédé consistait à émettre des obligations à rendement élevé pour faire l'acquisition d'une entreprise cible – l'exemple le plus connu étant l'offre d'achat de RJR Nabisco décrite dans le célèbre ouvrage « Barbarians at the Gate ». À l'époque de Milken, les critères de prêt étaient très souples et ouverts à un levier financier risqué, compte tenu du bilan de l'entreprise cible. Pour parvenir à rembourser son emprunt après l'acquisition, l'acheteur escomptait qu'une série d'événements très précise se produise du côté de l'entreprise cible. Le fait que Milken a été par la suite accusé de racket et de fraude n'a cependant pas facilité les choses, ternissant davantage la réputation du secteur d'activité. Considérant ce passé mouvementé, il n'est pas surprenant que les investisseurs institutionnels n'aient pas porté une grande attention aux obligations à rendement élevé.

## Trouver sa place au sein d'une répartition de l'actif traditionnelle

Le profil risque-rendement des obligations à rendement élevé complique la tâche des investisseurs institutionnels et des investisseurs de détail qui cherchent à leur trouver une place au sein de leurs portefeuilles. Les obligations à rendement élevé sont des titres hybrides par définition, comme l'illustre l'absence d'une position naturelle dans le spectre risque-rendement. Sur le graphique de la figure 2, nous avons reporté les valeurs annualisées du risque et du rendement sur 20 ans d'un vaste éventail de catégories d'actif. La majorité des catégories d'actif représentées sont (assez) faciles à situer dans le spectre allant de l'atténuation du risque à la recherche

**FIGURE 2 – LES OBLIGATIONS À RENDEMENT ÉLEVÉ LE LONG DU SPECTRE RISQUE-RENDEMENT**




Sources : Thomson Reuters Datastream, BofA Merrill Lynch, Barclays et eVestment.
Pour connaître la liste des indices utilisés, veuillez consulter la mention juridique.

de rendement, en fonction duquel les investisseurs institutionnels répartissent souvent l'actif de leurs portefeuilles. Les obligations à rendement élevé, toutefois, ne répondent à aucun de ces critères, car certains analystes jugent que leur rendement historique est trop faible pour les classer dans le groupe des titres productifs, tandis que d'autres analystes estiment qu'elles comportent un risque trop élevé pour être considérées comme des placements permettant de réduire le risque.

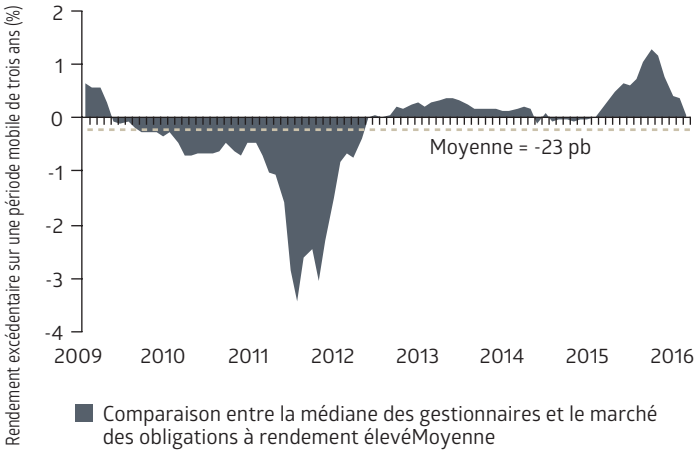
Du point de vue des promoteurs de régime et des conseillers, les obligations à rendement élevé n'ont pas de place naturelle dans le spectre. Cette situation ressemble à celle des catégories d'actif non traditionnelles il y a 10 ans. À cause de son problème de classification, il est difficile de recommander cette catégorie d'actif aux conseillers et aux promoteurs de régime. Nous définissons ci-dessous une « formule de recommandation » générale pour toute catégorie d'actif :

Groupe homogène
+ Rendement régulièrement supérieur à celui d'un indice de référence
+ Rôle bien défini au sein du portefeuille global

= **Recommandation relative à la composition de l'actif**

La plupart des catégories d'actif traditionnelles remplissent chacune des exigences de la formule de recommandation ci-dessus. Ce n'est cependant pas le cas des catégories comme les placements non traditionnels et les obligations à rendement élevé. La raison en est que les gestionnaires d'obligations à rendement élevé forment un groupe presque aussi hétérogène que le marché lui-même. Dans des groupes de stratégies à rendement élevé comparables, certaines stratégies détiennent des obligations de premier ordre, des titres de créance en difficulté, des prêts ou même des titres hybrides, comme les actions privilégiées. La situation devient encore plus complexe lorsqu'on prend en compte le fait que certains gestionnaires couvrent le risque de change, tandis que d'autres ne le font pas, ce qui a des conséquences importantes pour les investisseurs dont les placements ne sont pas libellés en dollars américains, particulièrement dans le contexte actuel de taux ultra-faibles. À cause de la vaste gamme d'options disponibles, il est difficile de constituer un groupe homogène de gestionnaires d'obligations à rendement élevé. Il n'est pas surprenant que le gestionnaire médian d'obligations à rendement élevé éprouve des problèmes à battre régulièrement l'indice de référence standard des obligations à rendement élevé, compte tenu de la grande diversité des titres détenus et des stratégies employées, comme l'illustre la figure 3. Selon nous, la persistance de ce rendement inférieur, comparativement aux gestionnaires qui concentrent leurs efforts sur des sous-ensembles de la catégorie d'actif, résulte moins d'une gestion active déficiente que du caractère « fourre-tout » qui est symptomatique de l'indice de référence du marché général. Ce problème touche également les gestionnaires dans les catégories non traditionnelles. Le premier objectif de la majorité des gestionnaires d'obligations à rendement élevé est la constitution d'un portefeuille de titres durable. Ce faisant, ils risquent de rater les reprises parmi les titres de qualité inférieure et de faire moins bien que le marché durant certaines étapes du cycle du crédit.

**FIGURE 3 – HISTORIQUE DE RENDEMENT INFÉRIEUR**

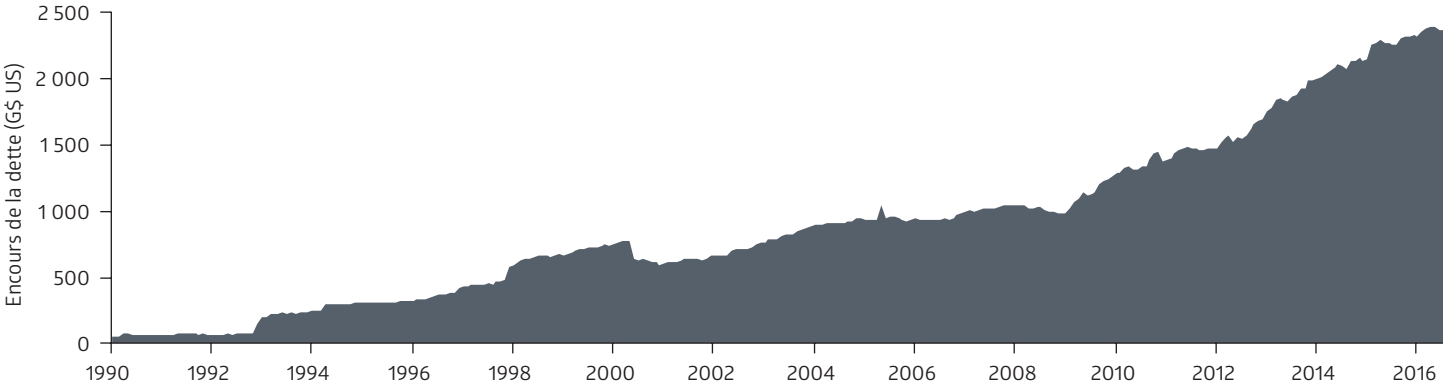



Sources : BofA Merrill Lynch et eVestment, médiane des gestionnaires du groupe des titres à rendement élevé pour la période close le 30 juin 2016.

Comme nous l'avons mentionné, sur un marché aussi disparate, la gestion active revêt une importance primordiale. Les investisseurs qui se limitent à des placements passifs sur le marché général s'exposent à une inefficience plus grande que dans les catégories d'actif courantes, comme les titres de créance de premier ordre ou les actions. Une approche passive à l'égard des obligations à rendement élevé constitue une proposition dangereuse, car elle peut soumettre le portefeuille à des risques involontaires. Le gestionnaire actif, au contraire, peut indiquer aux investisseurs institutionnels dans quelle section du marché leurs placements se trouvent exactement et quelles anomalies ceux-ci cherchent à exploiter.

Compte tenu des problèmes auxquels les marchés des titres à rendement élevé sont confrontés, on comprend aisément pourquoi la catégorie d'actif a de la difficulté à trouver sa niche dans les méthodes traditionnelles de répartition de l'actif. En dépit de tous les obstacles qui entravent les obligations à rendement élevé, le marché a crû de manière exponentielle au cours des dernières décennies, comme l'illustre la figure 4.

**FIGURE 4 – L'EXPANSION SE POURSUIT**




Source : Barclays, au 30 juin 2016.

Nous passons maintenant aux caractéristiques du marché actuel des obligations à rendement élevé afin de montrer à quel point celui-ci a évolué depuis ses débuts tumultueux. Il constitue maintenant un marché viable qui ouvre des possibilités aux investisseurs institutionnels.

## Pourquoi devrait-on investir actuellement dans les obligations à rendement élevé?

De nombreux facteurs qui avaient fini par définir les obligations à rendement élevé dans le passé et qui avaient tenu les investisseurs sérieux à l'écart de ce marché sont disparus. Bien que le marché se caractérise encore par la qualité très diverse des titres, de ceux dont la cote a été récemment abaissée à ceux qui sont en difficulté, il commence également à faire une place substantielle à des émetteurs réguliers de qualité intermédiaire. Cette section du marché se compose d'émetteurs stables qui cherchent à maximiser l'efficacité de leur bilan d'une manière compatible avec leur stratégie d'expansion à long terme. Dans le contexte actuel des faibles taux d'intérêt, cela signifie que beaucoup d'entreprises ciblent activement le marché des obligations à rendement élevé pour financer leurs emprunts sans nuire à leur capacité d'en assurer le service. La comparaison des paramètres de crédit de ces entreprises révèle qu'elles ont réussi à maintenir leur solvabilité et leur ratio de couverture au fil du temps, en dépit de leur cote de qualité inférieure, comme le montre la figure 5.

La stabilité ou le renforcement des paramètres de crédit des émetteurs d'obligations à rendement élevé confirment que ce secteur ne se limite plus au groupe des émetteurs de titres de premier ordre tombés en disgrâce à cause de leurs difficultés. L'examen comparatif de la proportion d'« étoiles montantes »

**FIGURE 5 – PARAMÈTRES DE CRÉDIT PRÉSENTS ET PASSÉS (SECTEUR DE LA FINANCE EXCLU)**

**2009**

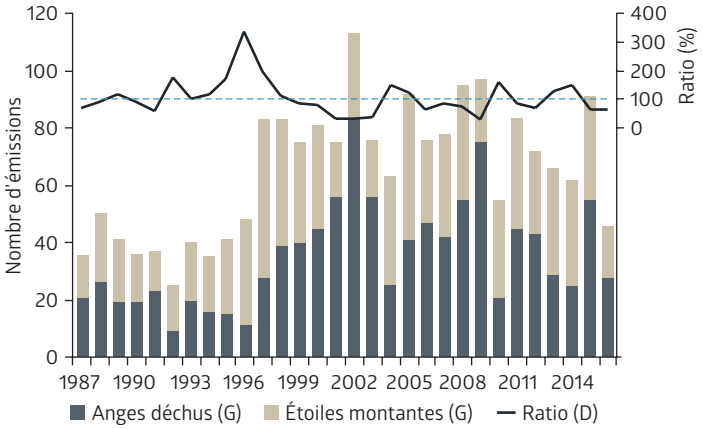
| | Couverture des intérêts | | Niveau de la dette/levier financier | |
|---|---|---|---|---|
| | BAIIA/ frais d'intérêt | (MBA+frais d'intérêt) / frais d'intérêt | Dette/ BAIIDA | Dette/ capitalisation comptable |
| **AAA** | 18,6 | 17,8 | 0,9 | 30,2 % |
| **AA** | 5,5 | 10,1 | 2,1 | 43,4 % |
| **A** | 6,6 | 8,9 | 2,0 | 44,7 % |
| **BBB** | 4,4 | 5,8 | 2,8 | 50,6 % |
| **BB** | 3,.2 | 4,6 | 3,2 | 54,3 % |
| **B** | 1,4 | 2,4 | 5,.3 | 74,9 % |
| **CCC – C** | 0,3 | 1,2 | 7,7 | 103,9 % |

**2014**

| | Couverture des intérêts | | Niveau de la dette/levier financier | |
|---|---|---|---|---|
| | BAIIA / frais d'intérêt | (MBA+frais d'intérêt) / frais d'intérêt | Dette/ BAIIDA | Dette/ capitalisation comptable |
| **AAA** | 35.,7 | 36,0 | 0,9 | 23,7 % |
| **AA** | 21,1 | 21,1 | 1,3 | 41,1 % |
| **A** | 13.,4 | 13,8 | 1,6 | 39.,3 % |
| **BBB** | 7,2 | 8,4 | 2,5 | 45,8 % |
| **BB** | 3,8 | 5,3 | 3,4 | 50,1 % |
| **B** | 1,7 | 3,1 | 5,1 | 67,3 % |
| **CCC – C** | 0,8 | 1,4 | 7,7 | 99,1 % |

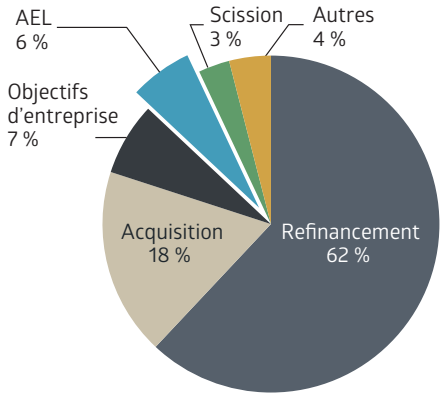
Source : Moody's, « Financial Metrics Key Ratios by Rating and Industry for Global Non-Financial Corporations : December 2014 ».
Remarque : BAIIA = bénéfice avant intérêts, impôts et amortissements MBA = marge brute d'autofinancement BAIIDA = bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissements Capitalisation comptable = dette à court terme, dette à long terme, impôts reportés, intérêts minoritaires et valeur comptable au 30 juin 2016

**FIGURE 6 – DES ANGES DÉCHUS AUX ÉTOILES MONTANTES**




Source : BofA Merrill Lynch, au 30 juin 2016.

**FIGURE 7 – LE MARCHÉ NE SE LIMITE PLUS AUX AEL**



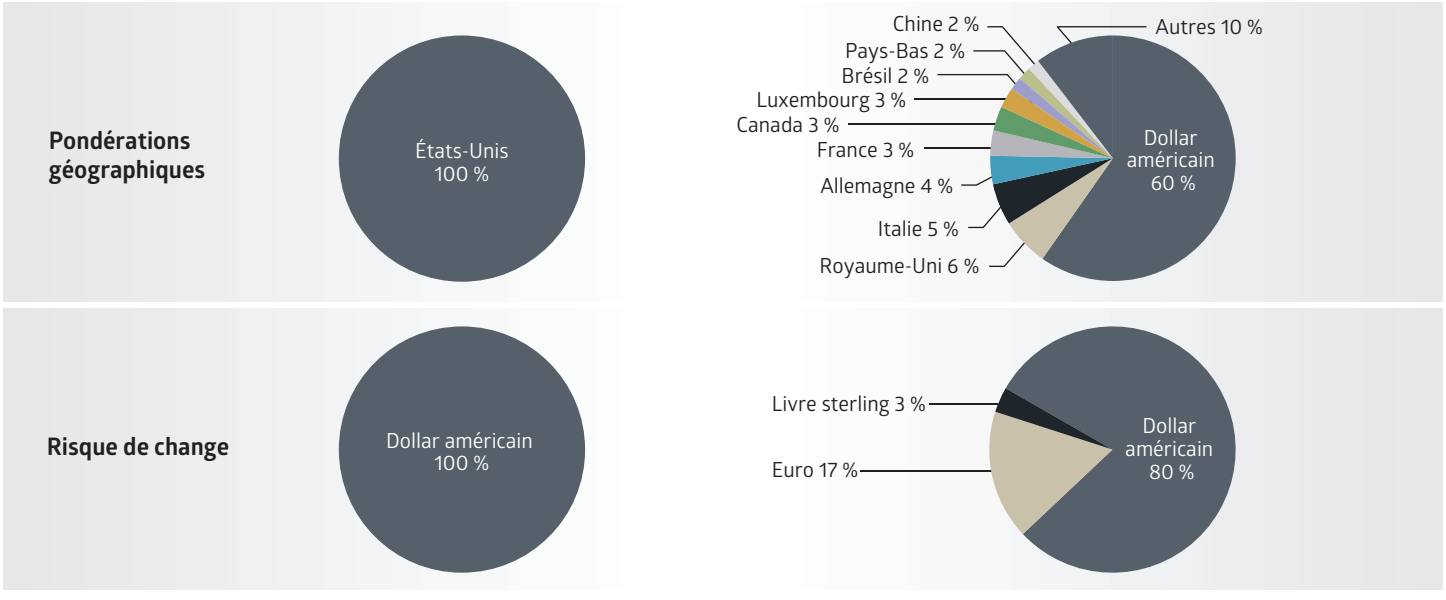

Source : Standard & Poor's, au 30 juin 2016.

et d'« anges déchus » indique également que la catégorie d'actif des obligations à rendement élevé a fait beaucoup de chemin depuis sa réputation initiale d'« obligations de pacotille ». À la figure 6, on constate que, dans une année quelconque, les entreprises qui progressent dans le spectre de la qualité sont plus nombreuses que celles qui descendent de niveau dans l'échelle.

L'objectif des émissions d'obligations à rendement élevé a également changé depuis l'époque de Milken, où celles-ci servaient surtout à effectuer des AEL. Selon la figure 7, ce sont maintenant les activités de refinancement qui constituent le but premier des émissions d'obligations à rendement élevé, bien avant les AEL. Au cours du premier semestre de 2016, 62 % des émissions totales avaient pour objet un refinancement et seulement 6 %, une AEL. L'augmentation des activités de refinancement suggère que le marché des obligations à rendement élevé n'est pas simplement le royaume des prédateurs cherchant à exploiter le bilan d'entreprises cibles. Au contraire, des sociétés viables effectuent leurs émissions et transfèrent leurs dettes sans problèmes dans le segment des obligations à rendement élevé. Les gestionnaires actifs peuvent surveiller ces paramètres et ajuster leurs portefeuilles lorsque les AEL dominent les nouvelles émissions. Les investisseurs passifs ne sont pas protégés contre cette éventualité.

L'attrait de ce segment a eu également pour effet d'élargir l'éventail des sociétés mondiales qui tirent parti du marché. Selon la composition du marché, les émetteurs sont plus diversifiés aujourd'hui que dans les années 1990, comme l'illustre la figure 8. Les marchés américains ont toujours été suffisamment larges pour absorber et placer les émissions d'obligations à rendement élevé. Dans le passé, les sociétés qui émettaient des obligations à rendement élevé ne disposaient

**FIGURE 8 – EXPANSION MONDIALE**



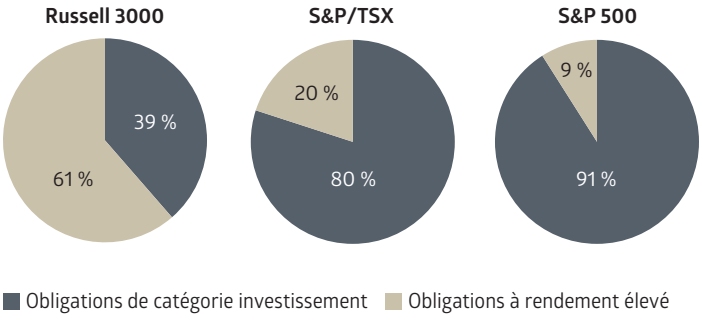

Source : Barclays, au 30 juin 2016.

que de ce moyen pour emprunter des capitaux dans le public. Après la crise du crédit, un marché à rendement élevé a émergé en Europe dans la catégorie d'actif des obligations mondiales à rendement élevé. Jusqu'à maintenant, pourtant, les obligations à rendement élevé émises à l'échelle mondiale proviennent surtout de sociétés établies aux États-Unis qui cherchent à obtenir du financement et dont les émissions sont, par conséquent, en dollars américains. Cette concentration constitue une autre caractéristique qui distingue le marché des obligations à rendement élevé. Aucun autre marché ne repose sur une telle source centrale d'émetteurs, qui fait du marché américain le lieu de rencontre des investisseurs mondiaux.

## Une idée fausse qui comporte un risque

En dépit de toutes les tendances favorables (qui devraient éveiller l'attention du secteur institutionnel), on entend souvent des investisseurs affirmer que les obligations à rendement élevé sont trop risquées et que leur probabilité de défaillance est trop élevée pour qu'elles soient prises en considération. Selon nous, cette manière de penser est davantage le reflet du passé que de la réalité actuelle du marché. De plus, nous constatons qu'un grand nombre de sociétés faisant partie des portefeuilles d'obligations à rendement élevé que nous gérons se retrouvent également dans les portefeuilles d'actions de nos clients. L'analyse des composantes des indices boursiers révèle qu'un pourcentage important des sociétés dont les clients détiennent des actions sont également des émetteurs d'obligations à rendement élevé, comme le montre la figure 9. Alors que les émetteurs d'obligations à rendement élevé composent respectivement 9 % et 20 % des indices plus spécialisés que sont le S&P 500 et le S&P/TSX, un indice plus général comme le Russell 3000 est formé en majorité (61 %) de sociétés considérées comme des émetteurs d'obligations à rendement élevé.

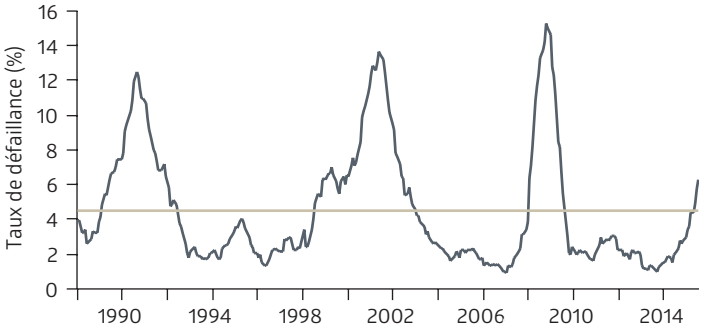
**FIGURE 9 – DES ÉMETTEURS PLUS CONNUS QU'ON NE LE PENSE**




Source : Bloomberg, au 30 juin 2016.

Si les investisseurs institutionnels détiennent volontiers des actions de certaines sociétés, ils devraient être encore plus disposés à investir dans des titres de créance de ces mêmes sociétés. En effet, les titres de créance de sociétés, y compris les obligations à rendement élevé, procurent un droit supérieur à celui des actions sur l'actif d'une société, parce qu'ils occupent un rang plus élevé dans la structure du capital. Après une faillite, les actions peuvent perdre une très grande partie ou la totalité de leur valeur. Les détenteurs d'obligations à rendement élevé s'exposent à un défaut de paiement, mais ils ont de plus grandes chances de récupérer une partie de la valeur de leurs placements après une faillite, parce que leurs créances sont prioritaires au sein de la structure de capital. Les probabilités de défaillance sont encore relativement faibles sur le marché des obligations à rendement élevé, même lorsqu'on tient compte des dernières perturbations dans le secteur de l'énergie et de l'augmentation des défauts de paiement parmi les sociétés liées à l'énergie. Le taux de défaillance moyen à long terme des obligations à rendement élevé est encore seulement de 4,5 %, comme illustré à la figure 10, et il a été beaucoup plus bas durant certaines périodes.

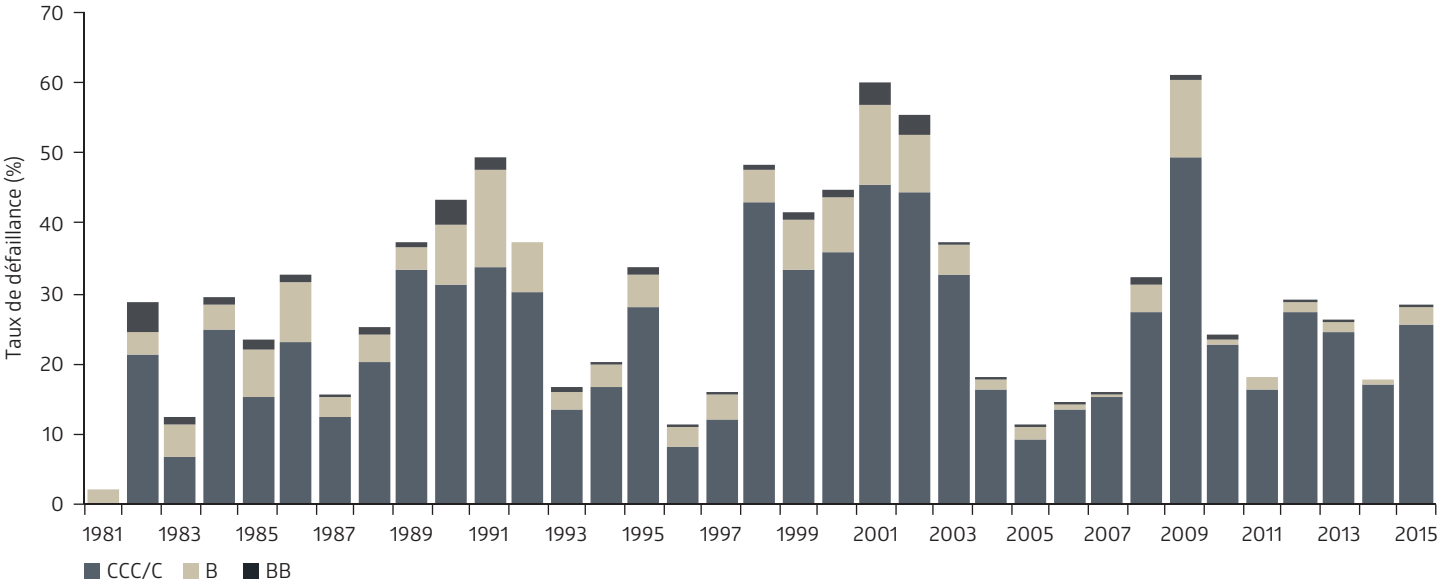
**FIGURE 10 – TAUX DE DÉFAILLANCE À LONG TERME**




Source : BofA Merrill Lynch, au 30 juin 2016.

À la figure 11, nous avons ventilé les taux de défaillance historiques par niveau de notation afin de faire ressortir dans quel groupe la majorité des défaillances se produit chaque année. Comme on peut s'y attendre, une majorité écrasante des défaillances survient parmi les émetteurs ayant la cote CCC/C. Les émetteurs cotés BB/B sont encore relativement épargnés par les défauts de paiement. La dispersion est prononcée parmi les segments de notation : le taux de défaillance moyen est de 1 % pour les obligations cotées BB et de 4,5 % pour les obligations cotées B, mais il bondit à 24 % pour les obligations cotées CCC/C. Ces données ont d'énormes implications pour notre thèse. Premièrement, les gestionnaires actifs qui privilégient la qualité peuvent éviter les obligations qui sont en voie de faire défaut. Deuxièmement, les gestionnaires actifs sont encore évalués par rapport à un indice de référence qui comporte des titres en très grande difficulté, ce qui crée des distorsions dans les paramètres d'évaluation traditionnels des gestionnaires de portefeuille.

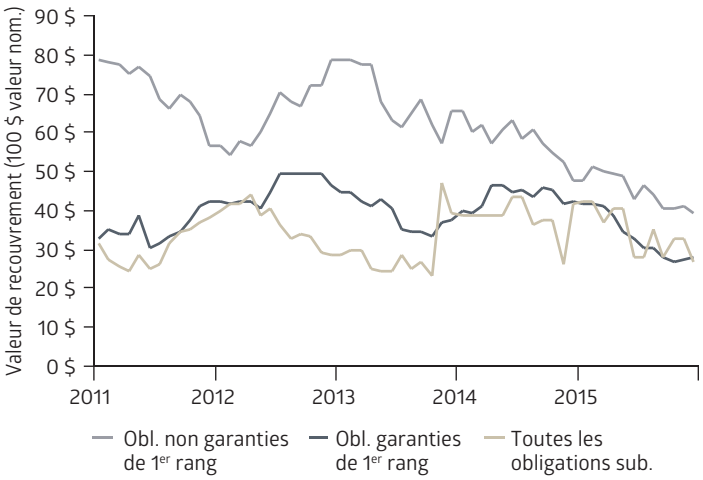
**FIGURE 11 – RÉPARTITION DES DÉFAILLANCES**




Sources : BofA Merrill Lynch, au 30 juin 2016.

Les taux de recouvrement auprès des émetteurs d'obligations à rendement élevé en défaillance sont assez constants, leur valeur moyenne variant de 62 cents à 34 cents par dollar selon le rang de l'obligation, comme l'illustre la figure 12. Ce que la série de défaillances présentée dans la figure 11 indique clairement, c'est qu'il est difficile d'avoir un tableau homogène du marché. Cela nous amène à expliquer comment les promoteurs de régime et les gestionnaires de portefeuille devraient, selon nous, considérer le groupe des respectobligations à rendement élevé. Une partie substantielle de l'alpha que les gestionnaires d'obligations à rendement élevé produisent résulte de leur aptitude à repérer les titres mal cotés et à exploiter l'inefficacité des agences de notation. À cet égard, les agences de notation ne représentent pas toujours le meilleur baromètre pour mesurer la qualité d'un émetteur. Au moment où nous écrivons, Teck Resources était cotée BB, B et CCC par trois agences de notation différentes. Selon ces cotes, Teck Resources serait donc soit en voie d'obtenir une cote de premier ordre, soit sur le point de manquer à ses obligations.

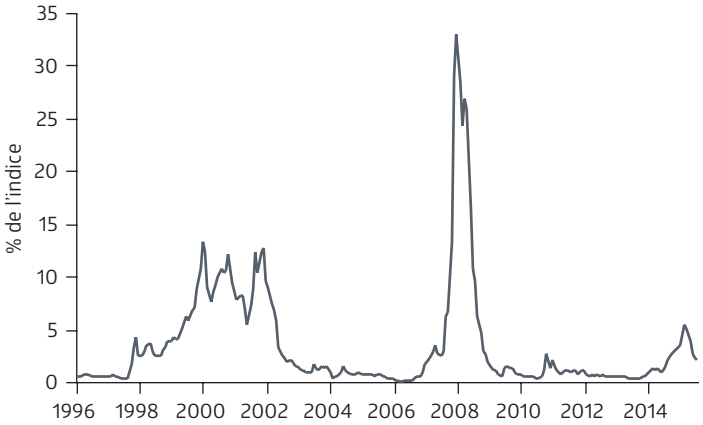
**FIGURE 12 – TAUX DE RECOUVREMENT STABLES**




Source : BofA Merrill Lynch pour la période close le 30 juin 2016.

Cette évaluation confuse est une autre raison pour laquelle une gestion active est essentielle à l'égard de cette catégorie d'actif. Une autre façon de distinguer les titres de créance de « qualité » de ceux qui sont plus risqués consiste à établir, entre les titres en difficulté et ceux qui ne le sont pas, une démarcation qui constitue le seuil de « qualité ». On peut notamment définir les titres de créance en difficulté comme les titres dont le rendement à l'échéance est de 20 %. Nous reconnaissons volontiers le caractère grossier d'une telle définition. À un niveau général, cependant, celle-ci permet d'avoir une idée de la composition du marché, sans devoir effectuer une analyse détaillée des paramètres fondamentaux de chaque élément qui le compose. Sauf durant les périodes de tension anormale, les titres de créance en difficulté forment une plus petite partie du marché des obligations à rendement élevé que leur sobriquet d'« obligations de pacotille » le laisse entendre : ils représentaient en moyenne 3,5 % de l'indice pendant la période étudiée (figure 13).

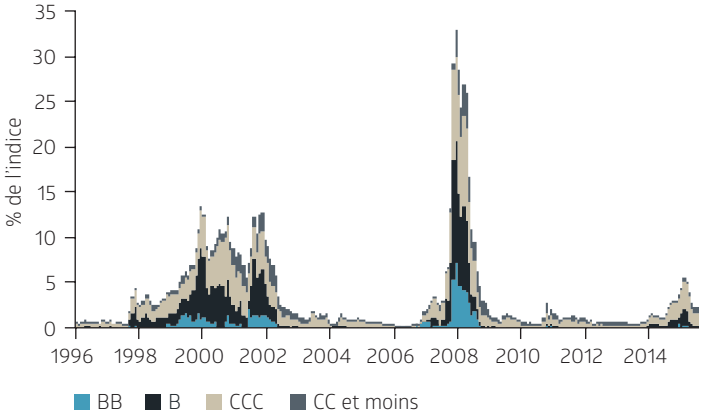
**FIGURE 13 – TITRES DE CRÉANCE EN DIFFICULTÉ EN POURCENTAGE DU MARCHÉ DES TITRES À RENDEMENT ÉLEVÉ**




Source : BofA Merrill Lynch pour la période close le 30 juin 2016.

Dans une vue plus détaillée, la figure 14 présente le même sous-marché des titres en difficulté ventilé selon la cote. Comme prévu, les obligations cotées CCC occupent le pourcentage le plus élevé du marché des titres en difficulté; ils représentaient en moyenne 1,6 % de l'ensemble du marché (titres en difficulté ou non) au cours de la période. Facteur plus important, le pourcentage que forment les titres en difficulté sur le marché des obligations à rendement élevé reste relativement faible. En se concentrant sur les titres de qualité élevée, les gestionnaires risquent de rater des reprises notables parmi les actifs à risque, comme les titres de créance en difficulté.

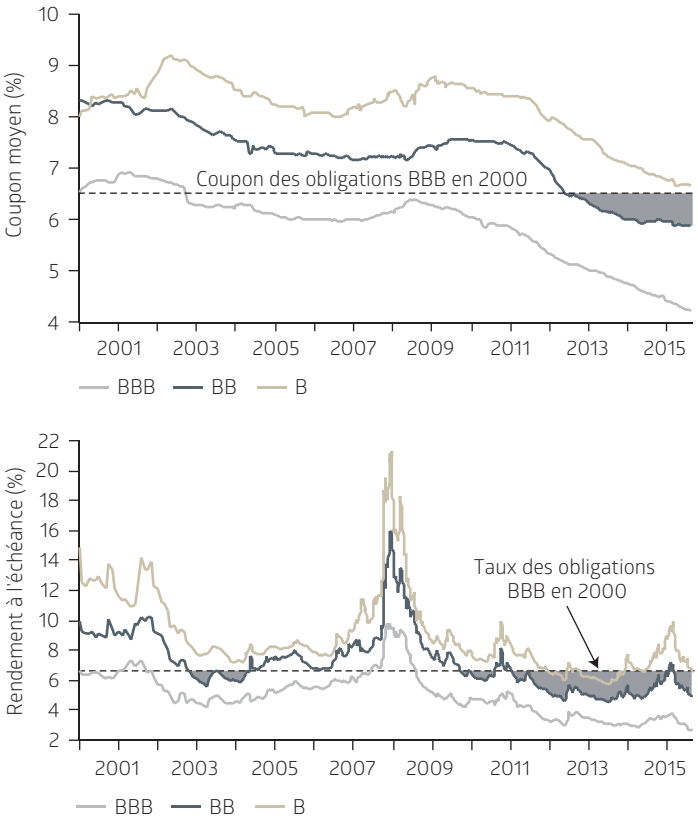
**FIGURE 14 – TITRES DE CRÉANCE EN DIFFICULTÉ EN POURCENTAGE DU MARCHÉ DES OBLIGATIONS À RENDEMENT ÉLEVÉ, SELON LA COTE**




Sources : BofA Merrill Lynch pour la période close le 30 juin 2016.

Indépendamment des défaillances et des titres en difficulté, le contexte actuel de bas taux a entraîné à la baisse les coupons et les taux de rendement de l'ensemble des titres de créance. Le segment qui était réservé auparavant aux émetteurs de titres de premier ordre est maintenant occupé par les obligations à rendement élevé. La figure 15 illustre cette évolution : les obligations cotées BB et même B émises sur le marché offrent maintenant des coupons et des taux égaux ou inférieurs à ceux qui étaient associés aux obligations cotées BBB dans le passé.

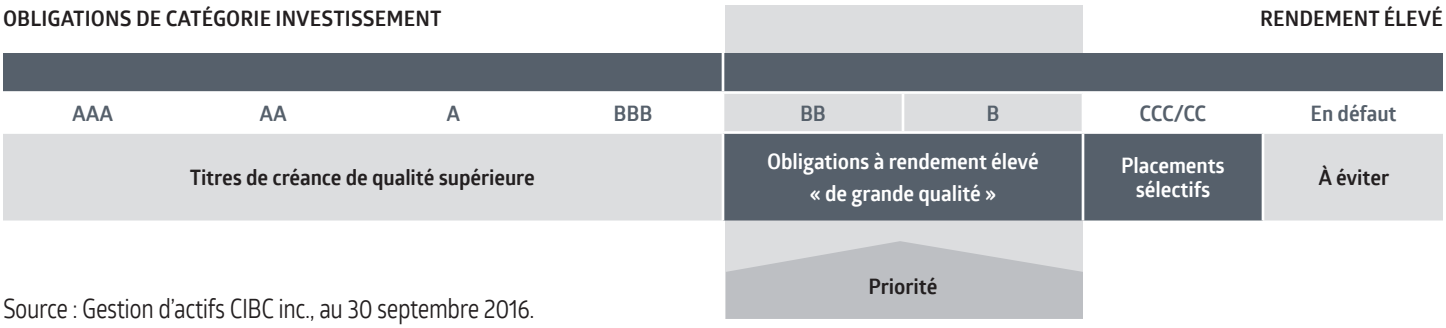
**FIGURE 15 – CE QUI CARACTÉRISAIT AUTREFOIS LES TITRES DE PREMIER ORDRE…**




Source: BofA Merill Lynch for period ending June 30, 2016

Cette diminution du coupon signifie que les émetteurs d'obligations à rendement élevé financent leurs activités en versant un taux qui était auparavant l'apanage des titres de première qualité. Or, comme le coût du financement joue un rôle important dans la santé d'une entreprise, on peut soutenir que, compte tenu de la baisse du coût de financement, les taux de défaillance futurs seront inférieurs à ce qu'ils étaient dans le passé. Si, comme nous, vous croyez que les taux d'intérêt resteront bas pendant une période prolongée, le risque que les émetteurs d'obligations à rendement élevé se refinancent à un taux plus élevé est faible. Voilà un autre argument qui confirme le caractère obsolète des hypothèses défavorables à la catégorie d'actif des obligations à rendement élevé.

**FIGURE 16 – LE SPECTRE DES OBLIGATIONS À RENDEMENT ÉLEVÉ**



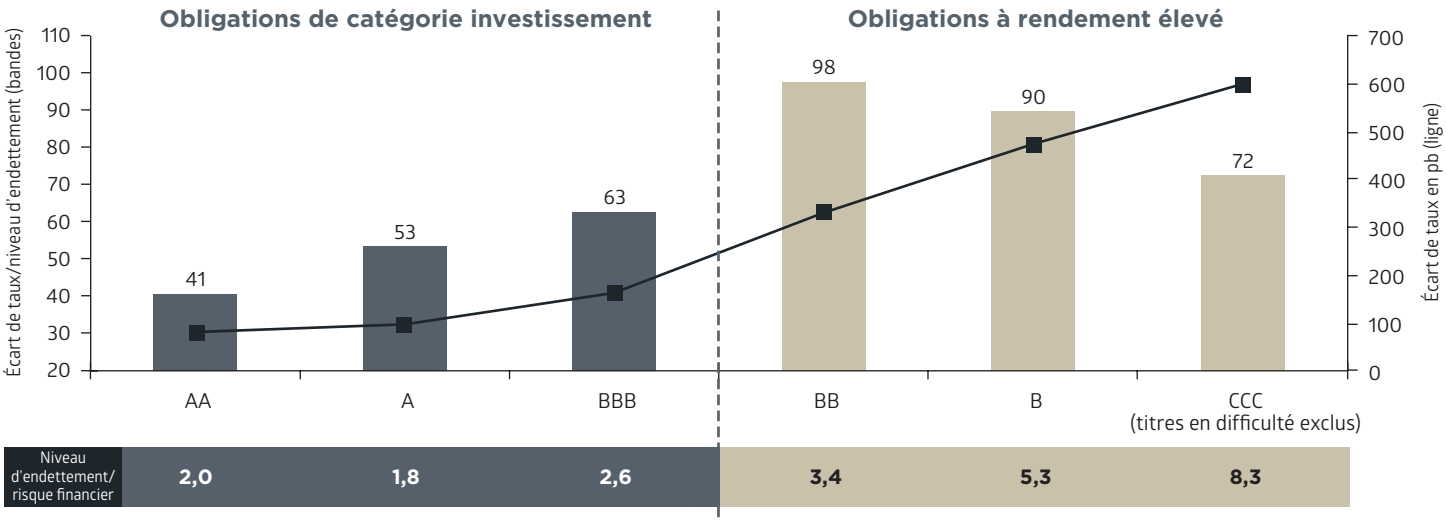

Source : Gestion d'actifs CIBC inc., au 30 septembre 2016.

## Un marché divisé à exploiter

Les émetteurs de titres à rendement élevé, toutes cotes confondues, possèdent des caractéristiques très diverses du point de vue de la probabilité de défaillance et de la qualité de crédit. En conséquence, les clients et leurs gestionnaires doivent reconnaître que les obligations à rendement élevé forment un marché divisé et qu'une attention particulière doit être portée au segment des titres en difficulté ou à l'expression d'une préférence pour la qualité, lorsque le portefeuille est axé sur les obligations cotées BB et B. À notre avis, il est possible, en mettant l'accent sur les titres cotés BB/B et en effectuant des placements sélectifs dans des obligations cotées CCC, d'obtenir un rendement attrayant, tout en réduisant la volatilité et le risque de devoir réclamer un remboursement devant le tribunal des faillites.

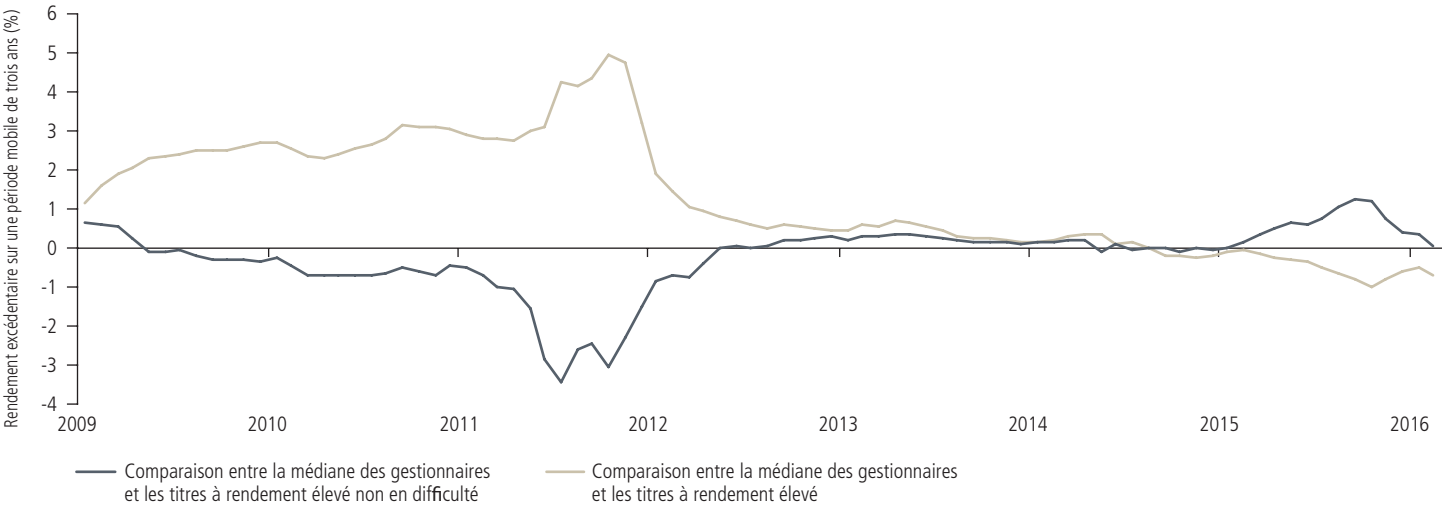
Une façon simple d'isoler les obligations à rendement élevé qui offrent le meilleur profil risque-rendement consiste à comparer, à l'aide de la courbe de crédit, l'écart différentiel et le risque financier différentiel. De ce point de vue, la section BB/B de la courbe est celle qui offre l'écart le plus élevé (ou un taux supérieur à celui des titres du Trésor) par niveau d'endettement (comme illustré dans la figure 17) et qui, par conséquent, vaut qu'on y consacre ses efforts. L'une des explications de ce phénomène est l'abondance des investisseurs qui sont forcés de vendre leurs titres de créance de premier ordre lorsque ceux-ci sont abaissés à la catégorie des titres à rendement élevé. Leur rendement excédentaire se retrouve alors offert aux investisseurs en obligations à rendement élevé.

**FIGURE 17 – LE POINT OPTIMAL SUR LA COURBE DE CRÉDIT**




Sources : Gestion d'actifs CIBC inc., BofA Merrill Lynch et JPMorgan, au 30 septembre 2016.

**FIGURE 18 – COMPARAISON AVEC UN INDICE PLUS HOMOGÈNE**



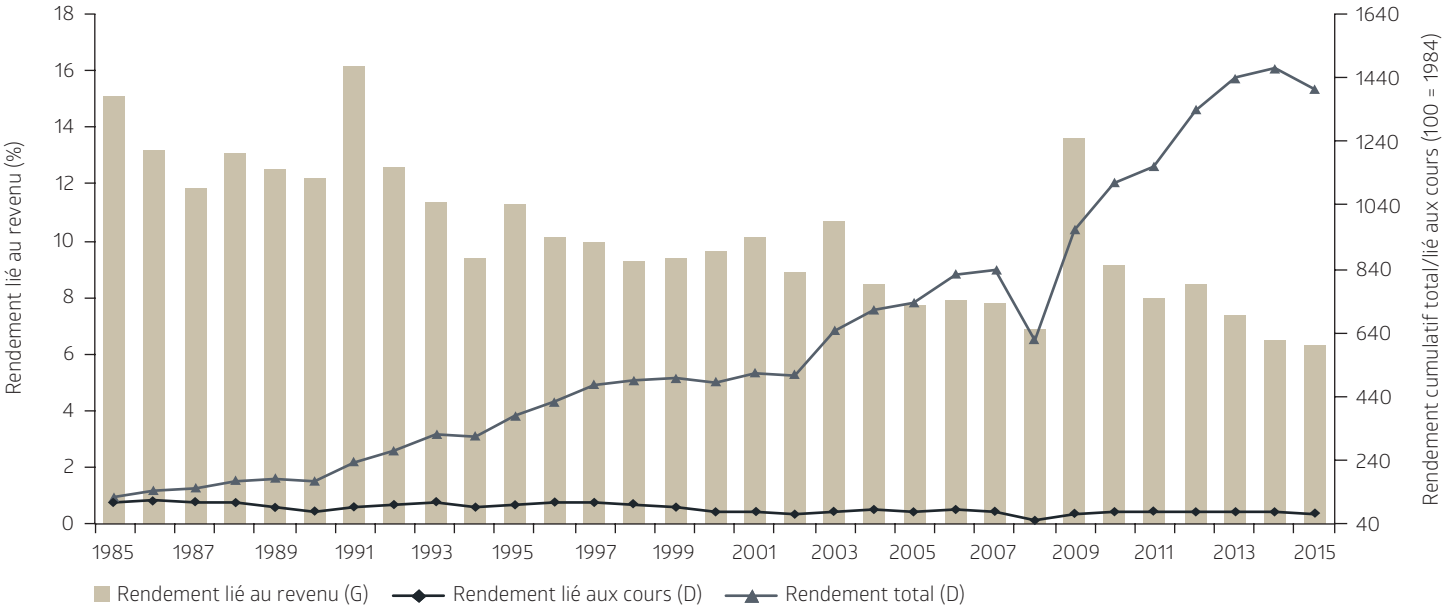

Sources : BofA Merrill Lynch et eVestment, médiane des gestionnaires du groupe des titres à rendement élevé pour la période close le 30 juin 2016.

C'est dans cette section de la courbe que les gestionnaires de titres à rendement élevé concentrent une grande partie de leurs portefeuilles. Comme nous l'avons mentionné, le caractère hétérogène des indices boursiers généraux condamne les gestionnaires axés sur les titres cotés BB/B à obtenir un rendement inférieur au marché global durant les périodes favorables aux placements risqués, lorsque les titres de créance en difficulté remontent. Par contre, ces gestionnaires s'en tirent généralement mieux durant les périodes où les investisseurs évitent les placements risqués, les titres de créance en difficulté étant alors les plus durement touchés. La figure 3 a montré que la médiane des gestionnaires avait eu de la difficulté à surpasser ce marché général. Nous revenons à ce graphique dans la figure 18, sachant que le marché général comprend des émissions beaucoup plus risquées que celles que le gestionnaire moyen détiendrait dans un portefeuille privilégiant la qualité. Cette fois, le rendement des gestionnaires est comparé à celui d'un indice de référence qui exclut les titres de créance en difficulté. Le résultat est une image-miroir de la figure 3, dans laquelle la médiane des gestionnaires surpasse le marché (titres en difficulté exclus) en moyenne au cours de la période.

Cet exercice illustre une fois de plus la nature idiosyncrasique des obligations à rendement élevé. Ce qui, à première vue, ressemble à un rendement inférieur systémique est en fait un reflet du caractère divisé du marché plutôt que de l'incapacité du gestionnaire à créer de l'alpha.

Outre les problèmes de classification dont nous avons discuté dans le présent article, nous avons examiné les principales raisons pour lesquelles les obligations à rendement élevé constituent aujourd'hui une catégorie d'actif attrayante. Il est intéressant de noter que plusieurs facteurs qui font des obligations à rendement élevé une catégorie d'actif difficile à cerner sont en grande partie les mêmes qui lui donnent de l'attrait dans le cadre de la répartition de l'actif. Comme son nom le suggère, le marché offre un taux de rendement suffisamment élevé pour faire plus que compenser la volatilité sous-jacente des prix qui est associée à la détention des titres d'entreprises qui recourent à un levier financier important. La figure 19 présente les éléments du rendement total du marché des titres à rendement élevé. Sur l'ensemble de la période, le rendement lié au revenu a été régulier (bien que la tendance soit à la baisse, à l'instar des taux au cours de la période). Le niveau de ce rendement et sa régularité d'une année à l'autre se sont traduits par des rendements totaux élevés (ligne verte) qui ont fait plus que compenser les variations de prix à court terme (ligne rouge). L'investisseur à long terme peut surmonter les fluctuations du rendement lié aux cours sur 12 mois en se concentrant sur le potentiel de rendement total. Veuillez noter que cet exercice repose sur les données de l'indice et que les résultats auraient été meilleurs si nous avions ajouté les rendements réalisés par une gestion active.

**FIGURE 19 – REVENU CONTRIBUANT AU RENDEMENT TOTAL**



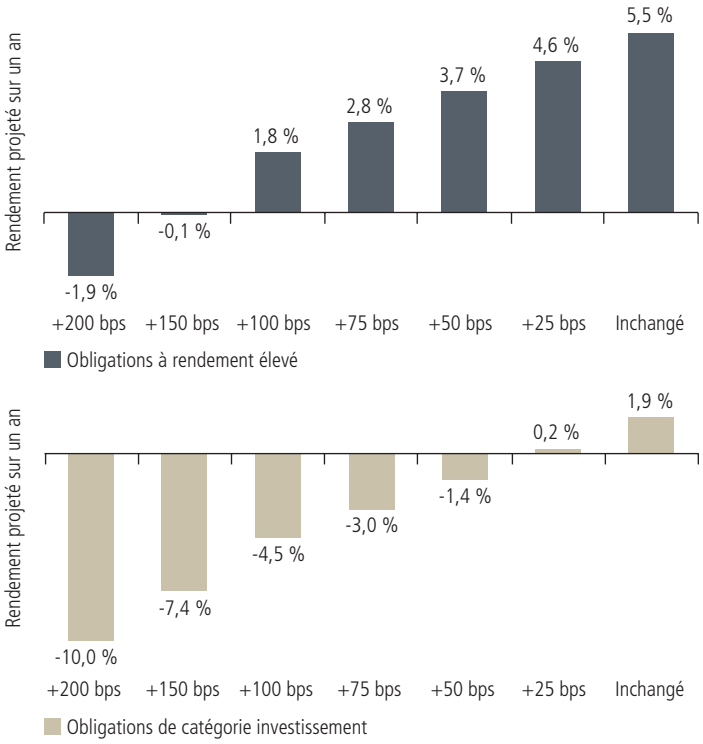

Source : BofA Merrill Lynch, au 31 décembre 2015.

Ces données ont une grande importance pour l'investisseur à long terme. Elles révèlent que, sur de longues périodes, les rendements que les obligations à rendement élevé génèrent sont comparables au rendement total attendu de la catégorie d'actif. Avec le temps, les pertes en capital annulent les gains en capital et le rendement découlant du revenu est à la hauteur de vos attentes. Ces données nous conduisent à plusieurs conclusions. Premièrement, elles confirment que la catégorie d'actif n'est pas corrélée aux taux d'intérêt, qui représentent le principal facteur influant sur les gains et pertes en capital des autres instruments à revenu fixe. Le niveau de revenu élevé offert aux investisseurs en obligations à rendement élevé contribue à éclipser les gains et pertes en capital plus limités qui sont causés par variations de taux d'intérêt; par conséquent, il réduit la corrélation. Le niveau global des taux d'intérêt a également une incidence sur le taux d'intérêt nominal des obligations à rendement élevé, qui a diminué au cours des 30 dernières années. Cela implique qu'un investisseur à long terme peut s'attendre à obtenir un rendement de 6 % à 7 % environ. Ce chiffre est élevé selon les normes actuelles, compte tenu des perspectives des autres catégories d'actif. De plus, dans le contexte de la réaffectation massive de l'actif des portefeuilles des placements classiques vers les placements non traditionnels, les obligations à rendement élevé devraient faire partie des solutions envisagées. Les obligations à rendement élevé offrent une capacité de production de revenu comparable à celle de nombreuses catégories d'actif non traditionnelles, tout en présentant une liquidité relativement supérieure.

Comme les obligations à rendement élevé font partie des instruments à revenu fixe, on les amalgame souvent lorsqu'on examine les répercussions des augmentations futures des taux d'intérêt. Toutefois, l'écart excédentaire inhérent aux obligations à rendement élevé en fait une catégorie d'actif attrayante dans le contexte de taux à la hausse. Ce rendement intrinsèque aide à atténuer les baisses de prix subies durant un cycle de taux croissants. De plus, cette analyse ne tient pas compte de l'incidence des écarts de taux. Étant donné que l'une des nombreuses conditions préalables à une augmentation des taux est une forte croissance, l'expérience passée indique qu'un mouvement des taux à la hausse s'accompagne d'un rétrécissement des écarts de taux sur le marché, ce qui bonifie le rendement. Dans la figure 20, les barres vertes représentent une simulation de crise appliquée à l'indice des titres à rendement élevé, qui se fonde sur les chocs immédiats encaissés par les taux sur la courbe de rendement aux États-Unis. Cette simulation produit une perte immédiate dans le portefeuille du marché et un rendement projeté sur un an tenant compte d'un réinvestissement aux nouveaux taux, plus élevés, qui suivent le choc. Un choc immédiat de 150 points de base serait nécessaire pour éliminer le coussin que le taux de rendement fournit et produire un rendement total nul pour la période projetée d'un an. La plupart noteront qu'un choc ponctuel de 150 points de base est une éventualité hautement improbable, particulièrement dans le contexte actuel de faible croissance et de bas taux d'inflation. Nous soutenons que, si la Réserve fédérale américaine amorce un cycle de hausses de taux, elle le fera de manière mesurée, en procédant à de petites augmentations réparties sur une longue période.

Dans un scénario de ce genre, les obligations à rendement élevé produiraient un rendement encore plus élevé, comme l'illustre la figure 20. À titre de comparaison, les barres bleues montrent l'effet du même choc sur le rendement des titres de créance de catégorie investissement des sociétés américaines. On constate une grande différence avec les obligations à rendement élevé, car une hausse d'à peine 25 pb suffit à effacer le rendement enregistré sur un an.

**FIGURE 20 – CHOC ET STUPEUR**




Sources : BofA Merrill Lynch et Gestion d'actifs CIBC inc., au 30 juin 2016.

Comme nous l'avons illustré, non seulement le marché des titres à rendement élevé a changé radicalement depuis ses débuts, mais cette catégorie d'actif possède maintenant les caractéristiques voulues pour constituer un placement viable dans un portefeuille institutionnel. Quel rôle ce placement doit-il jouer dans le contexte global d'un portefeuille? C'est la prochaine question à laquelle nous répondrons.

## Quel rôle les obligations à rendement élevé jouent-elles dans un portefeuille institutionnel?

Si nous partons du principe que les obligations à rendement élevé constituent une catégorie d'actif intéressante dans le contexte actuel, reste maintenant à déterminer comment elles peuvent s'intégrer au portefeuille dans son ensemble. Puisqu'il s'agit de titres de nature hybride (autrement dit, d'une catégorie d'actif polyvalente), les obligations à rendement élevé peuvent, d'une part, permettre de combler les besoins de couverture des engagements et de réduction du risque et, d'autre part, contribuer au rendement du portefeuille, selon les objectifs de placement.

**FIGURE 21 – OÙ PEUVENT ÊTRE INTÉGRÉES LES OBLIGATIONS À RENDEMENT ÉLEVÉ ET DE QUELLE FAÇON?**

| Portefeuille axé sur la couverture des engagements | Oblig. à rendement élevé | Portefeuille visant à dégager un rendement |
|---|---|---|
| Titres de qualité seulement visant à rehausser le revenu fixe (p. ex., stratégie de base Plus)<br>Assure une diversification<br>Permet de dégager des liquidités et de jouer sur la duration | | Faible volatilité, cherchent à dégager du rendement<br>Comparable à d'autres options de rechange<br>Les attentes de rendement sont à la hausse par rapport à d'autres catégories d'actif |

Nous croyons que le rôle qu'attribuent les promoteurs de régimes et les conseillers aux obligations à rendement élevé devrait orienter leurs choix en ce qui concerne la stratégie sous-jacente et le gestionnaire d'obligations à rendement élevé. L'approche choisie devrait également permettre de définir les attentes à l'égard des avantages que pourraient procurer ces types de placements. Il s'agit de décisions plutôt intuitives. Si l'objectif est d'assurer la couverture des engagements, les promoteurs se doivent d'opter pour des gestionnaires qui mettent l'accent sur des titres notés BB et B et qui sont moins portés à investir dans des titres d'émetteurs en grande difficulté. Les promoteurs pourront aussi tirer parti de la composante de revenu fixe inhérente aux obligations à rendement élevé, en profitant notamment de flux de trésorerie à court terme pour mieux répondre aux engagements immédiats du régime.

**FIGURE 22 – CORRÉLATION PLUS FAIBLE À L'ÉCHELLE DES CATÉGORIES D'ACTIF**

| | OBLIGATIONS À RENDEMENT ÉLEVÉ | ACTIONS CANADIENNES | ACTIONS AMÉRICAINES | OBLIGATIONS CANADIENNES | OBLIGATIONS DE SOCIÉTÉS CANADIENNES | OBLIGATIONS DU GOUVERNEMENT FÉDÉRAL DU CANADA | OBLIGATIONS DU TRÉSOR À 5 ANS | OBLIGATION DU GOUVERNEMENT DU CANADA À 5 ANS | OBLIGATIONS DE SOCIÉTÉS AMÉRICAINES |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Obligations à rendement élevé | 1 | | | | | | | | |
| Actions canadiennes | 0,56 | 1 | | | | | | | |
| Actions américaines | 0,63 | 0,78 | 1 | | | | | | |
| Obligations canadiennes | 0,18 | 0,17 | 0,08 | 1 | | | | | |
| Obligations de sociétés canadiennes | 0,33 | 0,29 | 0,20 | 0,96 | 1 | | | | |
| Obligations du gouvernement fédéral du Canada | 0,05 | 0,09 | -0,01 | 0.,98 | 0,90 | 1 | | | |
| Obligations du Trésor à 5 ans | -0,10 | -0,16 | -0,.21 | 0,66 | 0,54 | 0,70 | 1 | | |
| Obligation du gouvernement du Canada à 5 ans | 0,00 | 0,05 | -0,03 | 0,94 | 0,86 | 0,97 | 0,69 | 1 | |
| Obligations de sociétés américaines | 0,57 | 0,27 | 0,26 | 0,65 | 0,68 | 0,58 | 0,62 | 0,50 | 1 |

Sources : Thomson Reuters Datastream, BofA Merrill Lynch et Barclays.
Pour connaître la liste des indices utilisés, veuillez consulter la mention juridique.

Si elles sont plutôt détenues dans le but de produire un rendement, les obligations à rendement élevé représentent tout de même une option judicieuse et peuvent généralement être considérées comme une solution « à faible risque » comparativement aux placements plus traditionnels, comme les actions. La polyvalence des obligations à rendement élevé fait également en sorte qu'elles assurent une bonne diversification, qu'elles soient détenues aux fins de couverture des engagements ou de production de rendement. La figure 22 illustre la corrélation entre les obligations à rendement élevé et certaines catégories d'actif, tant sur le plan de la prise de risque que de l'atténuation du risque.

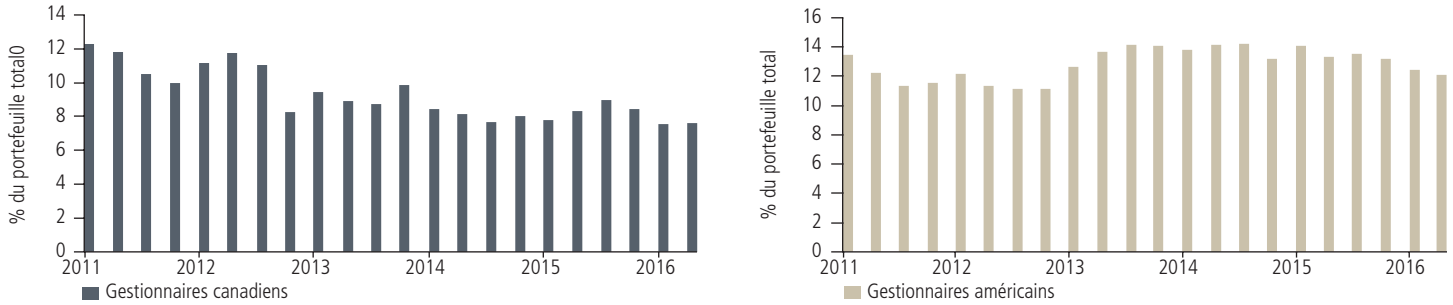
Manifestement, les obligations à rendement élevé s'avèrent la meilleure option de diversification si l'on souhaite ne pas investir uniquement dans des titres généralement utilisés pour assurer la couverture des engagements, comme les obligations d'État du Canada et des États-Unis, les obligations provinciales et les titres de créance de catégorie investissement. La corrélation augmente lorsque l'on compare les obligations à rendement élevé aux actions. Toutefois, compte tenu de la faible pondération que nous recommandons en ce qui concerne le volet de couverture des engagements (0 % à 15 %), cette corrélation plus élevée n'a pas d'incidence importante sur la nature du portefeuille. La corrélation plus forte, bien qu'imparfaite, avec les actions fait des obligations à rendement élevé une option de rechange intéressante par rapport aux actions (nous y reviendrons).

## Une exposition qui offre « plus »

Sur le marché canadien, les obligations à rendement élevé sont principalement utilisées dans le but de bonifier le revenu fixe. Elles représentent ainsi généralement la composante « plus » des stratégies de base Plus. Les données sur le secteur confirment ce constat : les gestionnaires canadiens de portefeuilles de base Plus détiennent en moyenne une pondération de 8 % à 12 % de titres à rendement élevé au sein de leurs portefeuilles, cette proportion atteignant 15 % en moyenne chez les gestionnaires américains, comme l'indique la figure 23. Étant donné que la composante Plus compte pour 20 % à 30 % de l'ensemble du portefeuille, il s'agit d'un poids non négligeable.

L'importance accordée aux obligations à rendement élevé dans la composante « plus » des mandats de base témoigne du fait que de nombreux gestionnaires d'obligations canadiens ont déjà reconnu les avantages de cette catégorie d'actif. Cela dit, les portefeuilles d'investisseurs institutionnels comportent déjà de telles expositions par l'entremise des mandats de base Plus.

**FIGURE 23 – LES OBLIGATIONS À RENDEMENT ÉLEVÉ SONT TRÈS PRISÉES DES GESTIONNAIRES DE PORTEFEUILLES DE BASE PLUS**



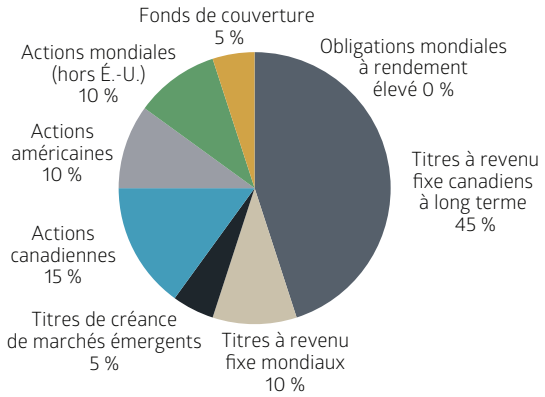

Source : eVestment, médiane de l'univers eA des gestionnaires de titres à revenu fixe de base Plus canadiens pour le Canada et américains pour les États-Unis pour la période close le 30 juin 2016.

## Les obligations à rendement élevé dans une perspective de réduction du risque

Nous avons abordé la question des obligations à rendement élevé dans une perspective de rendement et de couverture des engagements. Toutefois, les promoteurs de régimes devraient aussi envisager le rôle que peuvent jouer les obligations à rendement élevé au moment de modifier l'orientation du portefeuille pour mettre l'accent sur la couverture des engagements plutôt que sur la production de rendement, c'est-à-dire dans le cadre d'un processus de réduction du risque. Les promoteurs soucieux d'assurer la couverture des engagements qui détiennent des actifs producteurs de rendement le font essentiellement pour combler les déficits de la caisse de retraite et pour suivre le rythme d'autres cibles mouvantes, comme les risques liés à la longévité et l'inflation. Les mesures de réduction du risque se traduisent généralement par une amélioration du niveau de capitalisation, grâce à la cristallisation des gains générés par les actifs producteurs de rendement; ces gains sont ensuite investis dans des stratégies d'appariement de la duration et des flux de trésorerie. Grâce à leur polyvalence, les obligations à rendement élevé offrent un compromis intéressant entre les placements producteurs de rendement et les titres axés sur la couverture des engagements. Dans un contexte de réduction du respectrisque, on estime que les obligations à rendement élevé peuvent jouer un rôle de composante à revenu fixe, en offrant toutefois un rendement qui devrait surpasser celui des obligations de sociétés de premier ordre et des obligations d'État. Elles peuvent contribuer à combler des lacunes sur le plan de la capitalisation ou à atténuer d'autres risques non couverts. Combiné à d'autres stratégies plus traditionnelles d'appariement des flux de trésorerie ou de la duration, le recours aux obligations à rendement élevé peut se révéler plus efficace que d'abandonner tout simplement les actions pour les remplacer par des obligations d'État appariées aux flux de trésorerie en guise de mesure d'élimination du risque.

Pour illustrer ce point d'une manière simple, prenons un portefeuille institutionnel type dont la répartition est représentée par la figure 24. Supposons que ce portefeuille n'a pas encore amorcé la phase de réduction du risque.

**FIGURE 24 – PORTEFEUILLE INSTITUTIONNEL DE DÉPART**




À titre indicatif seulement. Il ne s'agit pas d'un vrai portefeuille.

Un simple exercice d'optimisation met en évidence les avantages d'une stratégie de remplacement des actions par des obligations à rendement élevé. À la figure 25, le portefeuille illustré à la figure 24 a fait l'objet d'une transition et les obligations à rendement élevé ont remplacé les actions canadiennes. L'historique des rendements et de la volatilité est utilisé pour évaluer le ratio de Sharpe découlant de l'augmentation de la pondération des obligations à rendement élevé et de la réduction du poids des actions. Comme l'illustre le graphique, le remplacement des actions par des obligations à rendement élevé se traduit par un meilleur profil risque-rendement par rapport aux pondérations de départ. L'exercice a été répété en remplaçant les actions autres que canadiennes par des titres à rendement élevé. La même augmentation du rendement corrigé du risque peut être observée.

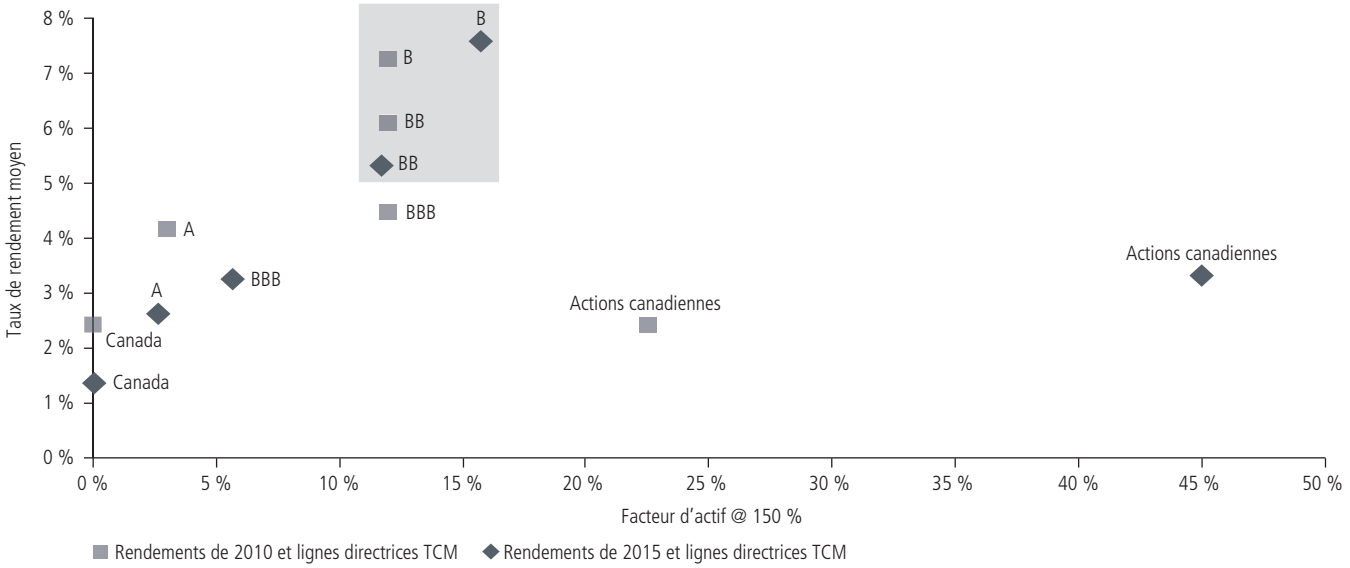
**FIGURE 25 – REMPLACEMENT DES ACTIONS CANADIENNES ET MONDIALES PAR DES OBLIGATIONS À RENDEMENT ÉLEVÉ**

| | RATIO DE SHARPE |
|---|---|
| Portefeuille de départ | 0,95 |
| Remplacement des actions canadiennes par des obligations à rendement élevé | 1,27 |
| Remplacement des actions étrangères par des obligations à rendement élevé | 1,41 |

Sources : Thomson Reuters Datastream et Gestion d'actifs CIBC inc.

## Au-delà des régimes de retraite – Utilisation par les compagnies d'assurance de dommages

Les avantages des obligations à rendement élevé dans la gestion de portefeuille optimale peuvent aussi servir au-delà des caisses de retraite. De la même façon qu'un gestionnaire peut optimiser un portefeuille servant à la couverture des engagements en y intégrant des obligations à rendement élevé, ces dernières peuvent s'avérer bénéfiques au sein d'un portefeuille de placements d'une compagnie d'assurance de dommages. Les principales contraintes imposées aux compagnies d'assurance de dommages résident dans les exigences en matière de capital réglementaire. La figure 26 illustre l'importante augmentation du coût du capital pour les actions, ce qui en fait une option moins efficace pour investir le capital. En revanche, les obligations notées BB et B se comportent bien dans un portefeuille optimisé.




Sources : Thomson Reuters Datastream, FTSE TMX Debt Capital Markets, BofA Merill Lynch, Gestion d'actifs CIBC inc.

## Conclusion

Les obligations à rendement élevé ont fait beaucoup de chemin, mais elles n'ont pas encore acquis le respect qu'elles méritent. Cette catégorie d'actif offre maintenant assez de souplesse à titre de solution de portefeuille pour défaire certaines idées préconçues des investisseurs. Tandis que les investisseurs institutionnels élargissent leur univers de placement pour accorder une plus grande place aux catégories d'actif non traditionnelles, les obligations à rendement élevé constituent une option intéressante et efficace. Elles offrent un rendement attrayant comparativement aux placements traditionnels, sans présenter les problèmes de liquidité de nombreuses autres options non traditionnelles. Nous croyons fermement que les obligations à rendement élevé peuvent jouer un rôle important dans les portefeuilles des régimes de retraite, des fondations et des compagnies d'assurance. Nous sommes persuadés que cette catégorie d'actif obtiendra bientôt le respect qu'elle mérite.

Indices utilisés dans la matrice de corrélation et les rendements historiques à long terme :

Obligations à rendement élevé – Indice BofA ML US Cash Pay High Yield (couvert en dollars canadiens). Obligations à rendement élevé, excluant celles d'émetteurs en difficulté – Indice BofA ML US High Yield Non-Distressed (couvert en dollars canadiens). Actions canadiennes – Indice composé S&P/TSX. Actions américaines – Indice composé S&P 500 (couvert en dollars canadiens). Obligations canadiennes – Indice obligataire universel FTSE TMX Canada. Obligations de sociétés canadiennes – Indice obligataire toutes les sociétés FTSE TMX Canada. Obligations du gouvernement fédéral du Canada – Indice obligataire fédéral FTSE TMX Canada. Obligations du Trésor à 5 ans – Obligation de référence des bons du Trésor d'une durée de 5 ans (série constante). Obligations du gouvernement du Canada à 5 ans – Obligation de référence du gouvernement du Canada à 5 ans (série constante). Obligations de sociétés américaines – Indice Barclays U.S. Aggregate Credit (catégorie investissement, couvert en dollars canadiens). Immobilier – Rendements médians des gestionnaires d'eVestment du marché immobilier canadien. Infrastructures – Rendements médians des gestionnaires eVestment des infrastructures mondiales.

**L'équipe des titres à revenu fixe et l'équipe institutionnelle de Gestion d'actifs CIBC collaborent afin de publier des articles pour nos clients, dans le but d'aider les investisseurs institutionnels canadiens à rester informés au sujet du marché des titres à revenu fixe au Canada. Le présent document a été rédigé en collaboration avec nos gestionnaires de portefeuilles de titres à rendement élevé spécialisés, sous la direction de Nicholas Leach, CFA. Communiquez avec nous pour en apprendr davantage sur nos études et nos articles qui pourraient vous aider à prendre des décisions éclairées au sujet de votre portefeuille de titres à revenu fixe.**



**Carlo DiLalla**, CFA
Vice-président et gestionnaire principal de portefeuilles de clients, Titres à revenu fixe

## 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. L'information qui se trouve dans le présent document provient de sources jugées fiables et nous semble juste au moment de sa publication, mais nous ne pouvons en garantir l'exactitude, 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 mondiaux 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. © 2018 Gestion d'actifs CIBC inc. MD Gestion d'actifs CIBC et le logo CIBC sont des marques déposées de la Banque Canadienne Impériale de Commerce (Banque CIBC), utilisées sous licence. 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 Taïwan, et des sociétés membres du London Stock Exchange Group dans le reste du monde, que FTDCM utilise sous licence.