

Commentaire sur les marchés

Janvier 2016



Les obligations à rendement élevé : que nous réserve 2016?

Geof Marshall, CFA

**Vice-président principal, Gestion de portefeuille, et gestionnaire de portefeuille
Signature Gestion mondiale d'actifs**

La fin de 2015 a été marquée dans le marché des obligations à rendement élevé par des fermetures de fonds et des ressassements au sujet du manque de liquidité des placements. Ces enjeux de nature technique et structurelle ne reflètent en rien la capacité des sociétés émettrices à respecter leurs obligations, mais si les pressions qu'ils exercent sont suffisamment fortes, elles peuvent restreindre l'accès des entreprises aux marchés des capitaux et faire augmenter les coûts d'emprunt. Ainsi, des facteurs techniques à l'origine peuvent se transformer en problèmes affectant les fondamentaux. Alors que nous faisons le bilan de l'année 2015, nous nous demandons si les difficultés éprouvées par les secteurs de l'énergie et des métaux se propageront aux autres secteurs et si les investisseurs, incités au pessimisme par les piètres rendements et le manque de liquidité, continueront de vendre leurs placements et, ce faisant, provoqueront une hausse des taux de rendement effectifs.

La défaillance des titres de créance s'est amorcée au cours de l'été, lorsque le pétrole a perdu le terrain gagné au premier trimestre. Or, l'énergie représente environ 11 % du marché des obligations à rendement élevé, soit le double de sa représentation au sein de l'indice S&P 500. Les obligations à rendement élevé ont aussi été affectées au deuxième semestre par la faiblesse des marchés émergents, la robustesse du dollar américain, la dévaluation du renminbi chinois et l'incertitude quant à la première hausse de taux de la Réserve fédérale américaine. S'y sont ajoutées, en septembre, des préoccupations propres à certains émetteurs. Les cours de bon nombre de sociétés de soins de santé, un secteur défensif, ont culbuté par suite de révélations concernant les pratiques commerciales agressives de Valeant Pharmaceuticals. Des sociétés de câblodiffusion et de télécommunications, un autre secteur habituellement défensif, ont émis un fort volume de nouvelles obligations pour financer des opérations de désendettement, une mesure avantageuse pour les actionnaires. Ainsi ont été suscitées les craintes que les difficultés éprouvées par les marchés émergents de même que les secteurs de l'énergie et des métaux – les principaux bénéficiaires, pendant de nombreuses années, des politiques monétaires peu conventionnelles actuellement en voie de retrait – se transmettent aux autres parties du marché des obligations à rendement élevé, ainsi qu'aux marchés des obligations de bonne qualité et boursiers. Les titres de

Commentaire sur les marchés

Janvier 2016



 **SIGNATURE**
GESTION MONDIALE D'ACTIFS™

créance ont enregistré une reprise en octobre, en même temps que les actions, mais cette reprise était principalement attribuable aux titres de meilleure qualité cotés BB, les titres plus risqués cotés CCC ayant offert une performance à peine positive pendant le mois. Il ne s'agissait donc pas d'un signe d'amélioration véritable.

La baisse des cours en novembre et décembre 2015 a annulé deux années de rendements dans le marché des obligations à rendement élevé, qui pourrait ainsi avoir établi sa deuxième performance la plus mauvaise depuis le début de la tenue d'un indice fiable, en 1989. Comme nous l'avons indiqué ci-dessus, cet effondrement était principalement attribuable aux secteurs de l'énergie et des métaux, de même qu'aux obligations décotées, soit celles qui se négocient à un différentiel de plus de 1 000 points de base par rapport aux bons du Trésor ayant une échéance comparable. C'est dans ce segment du marché que l'on constate avec le plus d'évidence le manque de liquidité qui amplifie les pressions dans le marché des obligations à rendement élevé. Les placements en obligations décotées aboutissent à des positions concentrées et à un amoindrissement des possibilités de négociation par suite d'ententes de non-divulgaration ou d'immobilisation des capitaux, et doivent parfois être détenus pendant des mois, voire des années, pendant que les sociétés émettrices font faillite ou sont liquidées. Selon le groupe de recherche sur les produits à revenu fixe de Standard & Poor's, la valeur des titres de créance décotés est passée de 67 milliards de dollars US (103 émetteurs) en 2014 à 180 milliards de dollars US (228 émetteurs) en novembre 2015. C'est ce segment du marché des obligations à rendement élevé qui a été le plus éprouvé, à preuve la chute d'environ 30 % de l'indice des obligations américaines de société à rendement élevé décotées de Standard & Poor's en 2015. C'est là que se sont produits les incidents en 2015 et où se produiront les défaillances en 2016.

Que nous réserve 2016?

Les projections touchant les marchés financiers sont toujours fortement conditionnelles : si ceci se produit, alors cela se produira probablement. Certains prévisionnistes tiennent pour acquis que ce qui vient de se produire se poursuivra, et ils ont parfois raison. D'autres croient au principe du retour à la moyenne, et ils peuvent aussi avoir raison. Nous nous fondons sur cette dernière méthodologie pour établir certains modèles quantitatifs qui complètent les analyses qualitatives sur lesquelles reposent nos décisions en matière de répartition de l'actif à court terme de notre Mandat d'obligations tactique Signature, par exemple. Notre analyse des titres de créance repose sur une tarification adéquate des risques de défaillance et sur une valorisation juste des actifs. Ces prévisions propres aux sociétés distinctes s'ajoutent à nos perspectives sectorielles, nos opinions relatives à l'humeur des marchés et à différents facteurs techniques, de même qu'à nos vues touchant la propension au risque, la croissance économique, les taux d'intérêt, etc. Nous faisons ainsi le rapprochement entre les prévisions relatives aux défaillances et les occasions actuelles (les

Commentaire sur les marchés

Janvier 2016



valorisations). Bref, nous nous demandons dans quelle mesure les cours tiennent déjà compte des risques de défaillance.

Il n'y a pas de rendements sans risque. Chaque investisseur qui envisage un placement dans une catégorie d'actif risquée doit déterminer à combien doivent s'élever les rendements attendus pour justifier les risques estimatifs, ou l'inverse. À titre d'investisseurs en obligations à rendement élevé, nous pouvons estimer la prime de risque appropriée en nous fondant sur la marge de rendement, celle-ci représentant le rendement additionnel (rendement effectif en sus de celui des bons du Trésor) requis pour compenser les risques de perte en cas de défaillance. Plus précisément, les marges de rendement compensent les risques accrus liés au crédit, à la liquidité et à la volatilité de la catégorie d'actif en question, comparativement aux bons du Trésor américain.

Marge de rendement = marge actuelle - (perte en cas de défaillance x taux de défaillance)

Marge de rendement = marge actuelle - (1 - taux de recouvrement) x taux de défaillance

Moyenne historique :

Marge de rendement = 540 points de base - (1 - 40 %) x 4,1 % = 295 points de base

En général, les investisseurs exigent une marge de rendement plus élevée en période d'incertitude économique ou lorsque les conditions des marchés sont plus volatils. Le modèle ci-dessous semble indiquer que les valorisations actuelles supposent un taux de défaillance de 7,1 %, soit plus de 4 % en sus des niveaux actuels. Bien que ce scénario ne soit pas irréaliste, nous croyons qu'il est un peu trop pessimiste.

	Marge - rend. élevé (points de base)	-	Taux de défaillance (%)	x	Perte en cas de défaillance (%)	=	Marge de rendement
Situation actuelle							
Présent	722		2,80		60		554
Moyenne à long terme	541		4,10		60		295
Écart par rapport à la moyenne							259

Commentaire sur les marchés

Janvier 2016



Quel niveau de risque les marchés prévoient-ils?

Taux de défaillance requis pour que la marge de rendement corresponde aux moyennes historiques

Présent	722	7,11	60	295
Moyenne à long terme	541	4,10	60	295
Écart par rapport à la moyenne				+0

(La marge actuelle est celle qui prévalait le 18 décembre 2015. La marge moyenne à long terme est fondée sur la valeur de l'indice des obligations américaines à rendement élevé BAML entre novembre 2015 et décembre 1996 et celle de l'indice BAML U.S. Cash Pay High Yield de novembre 1996 à septembre 1986.)

Ce modèle fournit des résultats fiables sur de longues périodes, mais s'avère moins utile sur des périodes plus courtes, car elle surestime les pertes en cas de défaillance et, par conséquent, surestime les taux de défaillance implicites à venir puisque les rendements effectifs et les cours de certaines obligations ont déjà commencé à refléter le risque de défaillance. Nous savons que la plupart des obligations sont émises à leur valeur nominale (c'est-à-dire à 100 cents au dollar) et que le montant de recouvrement moyen est d'environ 40 cents. Par conséquent, la perte moyenne est de 60 cents. Toutefois, il y a toujours un certain nombre d'obligations mises en circulation à des cours très en deçà de leur valeur nominale. Ce sont ces obligations que l'on désigne du nom d'obligations décotées, et ce sont elles qui sont à risque de défaillance. Si nous devions établir une liste des actifs les plus à risque de défaillance au cours des douze prochains mois, nous y mettrions en tête les obligations cotées CCC de même que les obligations cotées B des secteurs de l'énergie et des métaux qui se négocient à des marges de rendement de plus de 1 000 points de base. Une fois retirées de la liste les obligations que l'on retrouve dans ces deux catégories, le prix moyen des obligations énumérées est d'environ 54 cents. Puisque le risque de perte en cas de défaillance (prix moyen – taux moyen de recouvrement estimatif) est, en réalité, plus faible, le taux de défaillance qu'offre le modèle est surestimé (c'est-à-dire trop pessimiste).

Commentaire sur les marchés

Janvier 2016



	Marge - rend. élevé (points de base)	-	Taux de défaillance (%)	x	Perte en cas de défaillance (%)	=	Marge de rendement
Situation actuelle							
Présent	722		2,80		34		627
Moyenne à long terme	541		4,10		60		295
Écart par rapport à la moyenne							332
Quel niveau de risque les marchés prévoient-ils?							
Présent	722		12,55		34		295
Moyenne à long terme	541		4,10		60		295
Écart par rapport à la moyenne							+0

Nous croyons que ce taux de défaillance estimatif est beaucoup trop pessimiste. Même au plus fort de la crise financière mondiale, en 2009, il n'a pas dépassé 15 %.

Par conséquent, apportons deux modifications à notre modèle.

Tout d'abord, beaucoup d'encre a coulé au sujet d'une dégradation du marché secondaire des obligations de société depuis deux ans par suite de réformes réglementaires comme le protocole de Bâle III, qui exige des banques qu'elles augmentent leurs réserves de fonds propres et de capitaux permettant d'absorber les pertes, et la règle Volcker de la loi Dodd-Frank, qui interdit la négociation pour compte propre. Dans les deux cas, cette nouvelle réglementation a nui à la capacité des courtiers de faciliter le transfert du risque. Selon des recherches menées par la Deutsche Bank, les écarts acheteur-vendeur (c'est-à-dire les coûts de négociation) ont peu changé, mais les volumes de négociation des obligations à rendement élevé, en pourcentage de l'ensemble du marché, ont chuté de 30 % depuis 2006. La liquidité des obligations de bonne qualité s'est détériorée encore plus, diminuant de 50 %. Seraient-ce aussi des effets des vigoureuses politiques monétaires peu conventionnelles? Les volumes de négociation du marché des bons du Trésor américain, qui est dix fois plus liquide que celui des obligations américaines de bonne qualité (en volumes), ont baissé de 70 %, ce qui n'est pas étonnant puisque la Réserve fédérale américaine est propriétaire d'environ le

Commentaire sur les marchés

Janvier 2016



quart des bons du Trésor américain en circulation. Pour corriger notre modèle faussé par ces conséquences imprévues de la nouvelle réglementation financière et des politiques monétaires, nous pouvons ajouter 100 points de base (c'est-à-dire 1 %) à la marge de rendement moyenne à long terme, ce qui aura un effet modérateur sur les signaux semblant indiquer que les prix sont trop bas.

Ensuite, il serait plus prudent de rajuster le taux de recouvrement. Puisque les obligations se négocient déjà à un prix moyen de 54 cents, il est intuitivement évident que le taux de recouvrement sera moins élevé que le modèle ne l'indique. En réalité, certains titres dont la probabilité de défaillance est élevée ne feront pas défaut, certains titres qui font défaut offriront tout de même un fort pourcentage de recouvrement (plus de 80 %), et d'autres représenteront une perte totale du capital. Par conséquent, supposons que le taux de recouvrement moyen de ces obligations est de 20 cents. Pour les sociétés productrices d'huile de schiste et de gaz endettées dont le coût unitaire de production est très supérieur aux prix actuels des strip de contrats à terme, il s'agit d'une hypothèse justifiée.

	Marge - rend. élevé (points de base)	-	Taux de défaillance (%)	x	Perte en cas de défaillance (%)	=	Marge de rendement
Situation actuelle							
Présent	722		2,80		34		627
Moyenne à long terme	541		4,10		60		395
Écart par rapport à la moyenne							232
Quel niveau de risque les marchés prévoient-ils?							
Présent	722		9,61		34		395
Moyenne à long terme	541		4,10		60		395
Écart par rapport à la moyenne							+0

Commentaire sur les marchés

Janvier 2016



 **SIGNATURE**
GESTION MONDIALE D'ACTIFS

Cette fois encore, ces prévisions nous semblent trop pessimistes, mais d'autre part nous savons que les participants au marché peuvent exiger une marge de rendement plus élevée pour investir dans une catégorie d'actif réputée illiquide. Nous pourrions continuer de rajuster ces modèles, par exemple en retirant du calcul de la marge de rendement moyenne à long terme les données de l'année 2009 alors qu'au plus fort de la crise financière mondiale, les écarts de rendement effectifs dans le marché des obligations à rendement élevé surpassaient de 1 000 points de base les sommets de tous les temps, mais la démonstration est déjà faite que la pertinence des modèles dépend de la justesse des données qui les composent et des hypothèses sur lesquelles ils reposent. Il est donc essentiel de mettre vos hypothèses à l'épreuve et d'en évaluer les résultats avec un esprit critique. À pareille date l'an prochain, nous verrons plus clairement quels facteurs sous-tendaient les taux de défaillance et les valorisations du marché actuel des obligations à rendement élevé, mais nous croyons qu'un taux de défaillance de 5 à 6 % est probable. Ce taux sera plus élevé l'an prochain, et nous ne pourrons pas y soustraire nos portefeuilles. Il est important, toutefois, de se rappeler que le marché est raisonnablement efficient et que les taux de défaillance représentent des indicateurs tardifs de la performance, les effets négatifs ayant déjà été subis.

Que signifie tout cela pour les valorisations et les rendements?

De nombreux investisseurs, même ceux qui conservent leurs placements boursiers jusqu'à ce qu'ils ne valent plus rien, n'aiment pas envisager les questions de défaillance. Et les obligations à rendement élevé ne conviennent pas aux investisseurs qui comptent sur la durée pour réduire la volatilité d'autres volets, notamment les actions, de leurs portefeuilles. La valeur qu'offrent les obligations à rendement élevé provient de deux sources : 1) des rendements moins élevés, mais plus efficaces que ceux des actions, et 2) des revenus plus élevés que ceux qu'offrent les obligations d'État, sans toutefois les avantages que procure l'élément de durée. Les données mensuelles de septembre 1986 à novembre 2015 démontrent que les obligations à rendement élevé offrent des rendements mensuels moyens comparables à ceux des actions, mais que leur volatilité est très inférieure (54 % de l'écart type du rendement des actions) pour un ratio Sharpe 1,8 fois plus élevé (rendements par unité de volatilité).

À court terme, d'autres accès de volatilité sont à prévoir puisque les aberrations dans les marchés des pays émergents, des produits de base et du crédit ne se résorberont pas en un trimestre. En ce qui a trait au moyen terme, toutefois, nous croyons que les valorisations actuelles sont justifiées et pourraient même augmenter. Nous estimons que le marché actuel est « survendu » par suite de facteurs techniques trompeurs. Les risques de défaillance étant ainsi mal reflétés dans les cours, il se pourrait que les marges s'amenuisent. Présentant actuellement des rendements effectifs de 8,9 %, des marges de 722 points de base et des prix moyens de près de 90 \$, le marché des obligations à rendement élevé s'établit à 4 % (rendements effectifs), 300 points de base (marges de rendement) et 20 points de pourcentage (prix) sous les niveaux de la mi-mai 2013, juste avant le

Commentaire sur les marchés

Janvier 2016



 **SIGNATURE**
GESTION MONDIALE D'ACTIFS

début du retrait progressif des mesures de relance (« taper tantrum »). L'achat d'obligations à des prix plus faibles est, en fait, moins risqué : à ces niveaux, une contraction modérée des marges, par exemple de 50 points de base, pourrait faire augmenter les rendements à un peu plus de dix pour cent, mais il faudrait une augmentation des marges d'environ 150 points de base pour atteindre le seuil de rentabilité sur douze mois.

Nous croyons que les marges diminueront un peu en 2016 par suite de la poursuite de la croissance économique aux États-Unis (la majorité des émetteurs d'obligations à rendement élevé sont des sociétés américaines). Cette supposition semble raisonnable, étant donné la nature positive des fondamentaux du crédit aux sociétés : bien qu'en légère hausse, l'endettement des sociétés est acceptable, et leur capacité de payer les intérêts sur cette dette est plus importante que presque jamais auparavant. À l'inverse, si les difficultés éprouvées par les marchés émergents et les secteurs de l'énergie et des métaux se propagent à l'ensemble du marché des obligations à rendement élevé et aux marchés boursiers, nous pourrions voir les marges augmenter encore davantage.

Le cycle du crédit est peut-être en train de passer à la prochaine étape, mais les investisseurs sont récompensés pour la prise de risques accrus. Personne ne sait vraiment à quoi s'attendre après des années de taux d'intérêt nuls, y compris en ce qui a trait à la durée des conséquences d'un resserrement de la politique monétaire, qu'il s'agisse de croissance économique, de récession ou de contraction du crédit. Les rendements de milieu de cycle en 2016 pourraient être vigoureux, les obligations étant actuellement survendues, mais être suivis d'une récession aux États-Unis en 2017 ou 2018 par suite des effets de la hausse des taux du financement à un jour sur l'économie. Les défaillances et les rendements pourraient être tous élevés si les valorisations initiales sont suffisamment faibles (prix) et étendues (écarts), ce qui semble être le cas. L'année 2009 a fourni un excellent exemple de ce phénomène.

Notre optimisme est également soutenu par les facteurs qui alimentent la demande de rendements effectifs. Les commentaires de Ryan Fitzgerald, gestionnaire de portefeuilles Signature, au sujet des actions à revenus valent aussi pour les obligations à rendement élevé. Les moteurs de la demande de rendements effectifs sont les mêmes depuis l'établissement du marché des fiducies de revenus, au début des années 2000 : une population vieillissante, des taux d'intérêt extrêmement faibles sur les placements à revenu fixe, et une aversion croissante à l'égard des placements boursiers traditionnels. Ces piliers de la demande ne sont pas sur le point de disparaître, et nous croyons que la demande reprendra de plus belle lorsque les marchés se calmeront. Ces facteurs sont en place depuis 15 ans et nous croyons qu'ils le demeureront pendant 15 ans encore, avec ou sans programmes d'assouplissement quantitatif.

Commentaire sur les marchés

Janvier 2016



 **SIGNATURE**
GESTION MONDIALE D'ACTIFS

Ce commentaire est publié par Placements CI. Il est fourni à titre de source générale d'information et ne doit pas être considéré comme un conseil personnel de placement ou une offre ou une sollicitation de vente ou d'achat de titres. Tous les efforts ont été déployés pour s'assurer que le document était exact au moment de la publication. Toutefois, Placements CI ne peut en garantir l'exactitude ni l'exhaustivité et, par conséquent, n'endosse aucune responsabilité pour toute perte découlant de l'utilisation de l'information fournie, ou du recours à celle-ci. Le présent rapport peut renfermer des déclarations prospectives sur le Fonds, son rendement futur, ses stratégies ou perspectives et les mesures que pourrait prendre le Fonds. Ces déclarations reflètent les convictions des gestionnaires de portefeuille et sont basées sur les renseignements qui sont actuellement disponibles. Les déclarations prospectives ne garantissent pas le rendement futur du Fonds. Le lecteur est prié de ne pas se fier indûment à ces déclarations puisque les événements et les résultats réels pourraient différer sensiblement de ceux qui sont énoncés dans les déclarations prospectives, notamment des changements économiques, politiques et des marchés, ainsi que d'autres événements. Les fonds communs de placement peuvent comporter des commissions, des commissions de suivi, des frais de gestion et d'autres frais. Veuillez lire le prospectus avant d'investir. Les fonds communs de placement ne sont pas garantis, leurs valeurs fluctuent fréquemment et les rendements passés pourraient ne pas se répéter. ®Placements CI et le logo de Placements CI sont des marques déposées de CI Investments Inc. ^{MC}Signature Gestion mondiale d'actifs et Fonds Signature sont des marques de commerce de CI Investments Inc. Publié en janvier 2016.