

Commentaire sur les marchés

Février 2016



Mise à jour sur le marché des obligations de sociétés

Geof Marshall, vice-président principal et gestionnaire de portefeuille
Darren Arrowsmith, vice-président et gestionnaire de portefeuille

« Le potentiel de hausse est supérieur au potentiel de baisse même si les risques de défaut et les écarts sont appelés à augmenter. »

Les marchés mondiaux traversent de toute évidence une période d'adaptation à la disparition des effets positifs des assouplissements quantitatifs (AQ), rendue délicate par la rupture des mécanismes de transfert du risque puisque les banques ne peuvent plus assumer le risque ou faciliter les opérations comme elles l'ont fait par le passé. Reste à savoir si les effets positifs des AQ sur l'économie réelle peuvent perdurer. Rétrospectivement, nous serions tentés de penser que la fin des AQ n'a pas commencé en décembre 2015, lorsque la Réserve fédérale américaine a relevé son taux à un jour de 25 points de base, mais en mai 2013, lorsque le président Bernanke avait fait discrètement allusion à une réduction de la troisième série d'AQ, adoptant en quelque sorte une stratégie de « resserrement quantitatif ».

La remontée de l'or et des obligations d'État et l'aplatissement de la courbe des taux sont généralement des signes baissiers au sein d'un cycle économique. C'est la quatrième fois depuis 2008 que nous faisons face au spectre de la déflation, mais nous devons cette fois-ci composer avec une moindre souplesse de la politique monétaire puisque la Réserve fédérale semble déterminée à relever ses taux alors que, partout ailleurs, les taux à court terme sont déjà en territoire négatif. Le déploiement de nouveaux assouplissements monétaires par la Banque du Japon et la Banque centrale européenne ne semble pas avoir donné de résultats immédiats puisque, vis-à-vis du dollar US, le yen et l'euro se négocient au même niveau qu'avant l'annonce de ces mesures. Il semblerait donc que soit remise en question la capacité des banques centrales à contrer l'inflation et à favoriser une accélération de la croissance du PIB. La divergence des politiques des banques centrales dans le monde suscite en retour des réactions de protectionnisme en matière de change. Plutôt que d'entretenir cette ambiance de guerre des monnaies, il serait peut-être préférable de favoriser un nouvel Accord Plaza (entente conclue en 1985 qui visait à déprécier le dollar US vis-à-vis du yen et du deutsche mark en intervenant sur les marchés des changes). Une action coordonnée pourrait avoir des effets moins volatiles que les réactions sporadiques et improvisées que nous avons connues assez récemment.

Depuis la fin de 2015, les mouvements des marchés obligataires et boursiers ont été violents. Signe positif cependant, les sorties de fonds des placements de détail ont été modestes, et donc les investisseurs ne paniquent pas. Les marchés restent relativement liquides et les investisseurs opportunistes réussissent à faire accepter des offres plus basses auprès des vendeurs. Nous constatons des activités de dégagement dans un secteur particulier, celui des « anges déchus » – soit les obligations liées aux produits de base dont la notation a été abaissée en deçà de celle d'un placement de bonne qualité. Ces titres sont émis sur le marché des obligations à rendement élevé à des prix assez faibles et permettent dans certains cas des opérations intéressantes, car nous pensons que les rendements futurs dépendront davantage du prix du titre que de son taux.



Dans le secteur des obligations à rendement élevé, les écarts ont varié de façon spectaculaire. Si le deuxième semestre de 2015 a effacé l'équivalent de deux années de rendement, les mouvements du marché depuis le début de 2016 ont annulé l'équivalent d'une autre année. Les rendements de ce secteur sont pratiquement inchangés depuis le début de 2013, sur une période sans récession, et nous pensons qu'une récession américaine n'est pas à l'ordre du jour en 2016. Les écarts atteignent aujourd'hui des niveaux presque inédits. À environ 900 points de base, ils se situent dans le 90^e centile et le marché intègre un taux de défaut de plus de 10 %. À titre de comparaison, le taux de défaut était d'environ 2 % à la fin de 2015 et nous l'estimons raisonnablement entre 5 % et 6 % pour les 12 prochains mois, principalement en raison des aléas des secteurs de l'énergie, des mines et des métaux. Il convient également de remarquer qu'en dehors de la période de la crise financière de 2008, les écarts ont plafonné à environ 1 000 points de base durant les récessions de 1991 et de 2001. Par conséquent, à 900 points de base, le marché intègre une très forte probabilité de récession, mais ce niveau étant déjà élevé, il est possible que le risque de défaut à venir soit incorrectement pris en compte et que, dans une perspective à moyen terme, les valorisations actuelles et la performance future soient justifiées.

Le marché canadien des titres de bonne qualité est resté calme, mais les écarts se sont élargis et, fait important, les nouvelles émissions sont toujours bien accueillies. Malgré l'augmentation des écarts, les obligations ont été les bénéficiaires nettes de la recherche d'actifs à durée longue. À l'échelle mondiale cependant, les obligations de banques ont affiché une faiblesse prononcée, ce qui a eu des effets particulièrement fâcheux puisque les titres du secteur financier sont considérés comme défensifs. Le Fonds d'obligations de sociétés Signature et le Fonds d'obligations à rendement élevé Signature sont surpondérés en actions privilégiées émises par des banques américaines, ainsi qu'en instruments de fonds propres additionnels de catégorie 1 (AT1) émis par certaines banques européennes. La Deutsche Bank par exemple a fait l'objet de questions persistantes en février sur les aménagements réglementaires du service de la dette liée à ces titres AT1. En conséquence, les taux ont grimpé sur l'ensemble du marché, passant approximativement de 7 % à 9 % pour les obligations européennes AT1, et les prix ont reculé d'environ 10 %. En ce qui concerne les actions privilégiées américaines AT1, les taux sont passés approximativement de 6 % à 7 % et les prix n'ont baissé que de 4 %. Malgré tout, nous estimons que ce compartiment demeure attrayant puisque les banques restent bien capitalisées même si l'on tient compte du potentiel de dégradation des prêts liés aux produits de base.

Pour conclure, nous pensons que nous sommes plus proches de la fin de ce dégageant que de son début. Avec des prix à la baisse et des écarts élevés, en dehors d'une autre crise financière semblable à celle de 2008, que nous estimons peu probable, le marché présente encore un point d'entrée intéressant pour les investisseurs ayant un horizon de deux à trois ans. Le potentiel de hausse est supérieur au potentiel de baisse, même si les risques de défaut et les écarts sont appelés à augmenter.

En janvier, les valorisations des obligations canadiennes de sociétés de bonne qualité ont chuté, mais les obligations ont fini par bénéficier de la baisse des taux des obligations du gouvernement du Canada. Les obligations à rendement élevé, moins sensibles à la durée, ne bénéficient généralement pas du redressement des valeurs du Trésor américain, et n'y ont pas bénéficié en 2016, car les écarts se sont élargis. Le Fonds d'obligations de sociétés Signature contient actuellement environ 50,5 % d'obligations à rendement élevé, 41,7 % d'obligations de bonne qualité, 2,5 % d'obligations d'État et 5,3 % de liquidités, avec une pondération de 21 %



dans le secteur des services financiers. Le Fonds d'obligations à rendement élevé Signature a une position de 6 % en liquidités et sa pondération dans le secteur des services financiers s'établit à 24 %.

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 de commerce 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 février 2016.