

# De bons conseils

ÉTÉ 2018



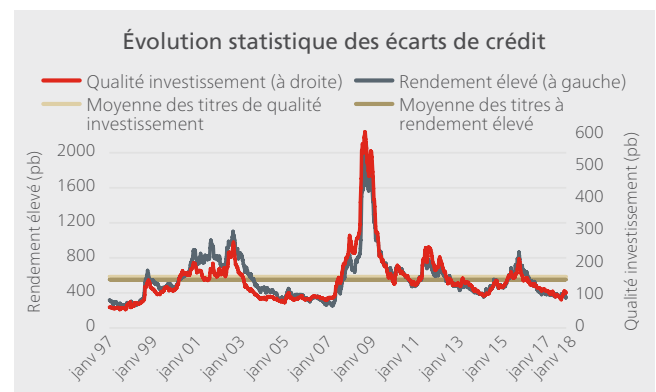
Dans notre précédent numéro des observations sur le marché canadien des titres de crédit, nous avons exposé dans leurs grandes lignes les avantages de répartir stratégiquement, dans les portefeuilles de placements, les titres de crédit de qualité investissement et les titres de crédit à rendement élevé. Dans ce numéro, nous livrons nos réflexions sur la conjoncture actuelle des marchés des titres de crédit et sur une solution qui pourrait optimiser les occasions de placement et réduire certains risques.

## Les écarts actuels

À l'heure actuelle, les écarts de crédit, soit la différence, à échéance comparable, entre le rendement des obligations de société et celui des obligations d'État, n'ont jamais été aussi faibles depuis la crise financière (tableau A) pour les titres de crédit à rendement élevé comme pour les titres de crédit de qualité investissement. Il est difficile de choisir, en s'en remettant aux niveaux de valorisation, le bon moment d'une répartition tactique des positions en donnant moins d'importance aux titres de crédit, puisque les écarts pourraient rester faibles pendant encore un certain temps (comme ils l'ont fait entre 2003 et 2007). Or, dans leur parcours à moyen terme, les écarts sont probablement creusés plutôt que rapprochés si on s'en remet aux niveaux actuels. Cette évolution indique que le total des rendements apportés par une position longue sur des titres de crédit à rendement élevé et sur des titres de crédit de qualité investissement sera probablement amoindri par rapport aux rendements dégagés lorsque les écarts se rapprocheront des moyennes statistiques. En outre, les scénarios de dérisquage prononcé quand les écarts sont rapprochés se sont produits deux fois depuis la

crise financière : en 2011, après la dégradation de la dette américaine, puis en 2015, après la chute des cours du brut. L'indice High Yield Master ICE de la BofA/ML a perdu plus de 13 % dans la tourmente provoquée sur le marché par la dégradation de la dette en 2011 et presque 10 % quand les cours du brut ont fléchi en 2015. Même si les titres de crédit de qualité investissement n'ont pas connu de reculs aussi importants pendant ces périodes, ils ont quand même accusé des pertes.

TABLEAU A



Sources: ICE BofA/ML



## L'orientation des taux d'intérêt

L'évolution attendue dans les politiques nord-américaines des taux d'intérêt, appelés à augmenter, est l'un des grands motifs d'inquiétude pour les investisseurs dans les titres à revenu fixe, puisque les taux ont commencé à monter après avoir été maintenus à des niveaux artificiellement faibles, depuis la crise financière mondiale, en raison de l'intervention des banques centrales. Comme l'indique le tableau B, le rendement par unité de volatilité des taux d'intérêt (en durée) est proche des creux statistiques. En outre, les coûts potentiellement supérieurs du crédit pourraient accroître la prime de risque liée aux titres de crédit et faire monter les écarts. Si les taux d'intérêt sont appelés à augmenter, c'est probablement parce que la hausse des salaires et les coûts des autres intrants feront monter l'inflation. La multiplication des sanctions tarifaires protectionnistes adoptées par l'administration américaine sera peut-être le catalyseur qui pourrait faire augmenter les coûts des intrants pour les manufacturiers américains. Puisque certaines entreprises émettrices de titres à rendement élevé dégagent des marges bénéficiaires ténues, la hausse des coûts attribuable à l'inflation, si ces entreprises ne peuvent pas répercuter cette hausse sur leurs prix de vente, pourrait déstabiliser leur bilan, effriter leur rentabilité et relever les coûts du crédit.

TABLEAU B

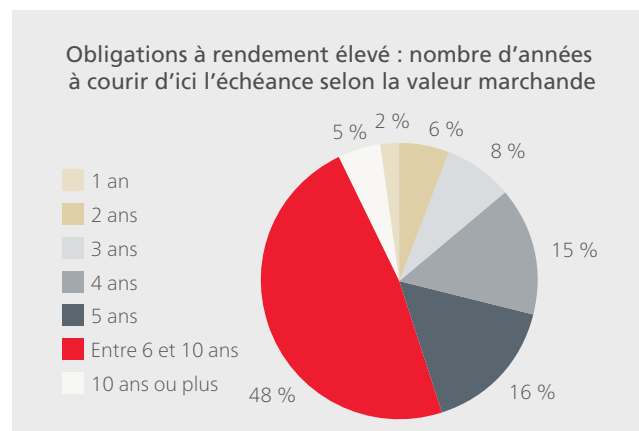


Sources: ICE BofA/ML

La prospective d'une hausse des taux d'intérêt devrait non seulement abaisser les cours des obligations, mais aussi hausser les risques de refinancement. Dans le cadre d'une politique monétaire extrêmement conciliante, les entreprises ont profité de taux faibles pour financer leur bilan. Lorsque les titres de dette arrivent à échéance, la prospective d'un décalage des échéances risque de devenir plus onéreuse. Par contre, les investisseurs dans

les titres à rendement élevé pourront se consoler puisque la majorité des émetteurs de titres à rendement élevé ont profité de la conjoncture des faibles taux d'intérêt pour s'assurer de conditions de financement attrayantes. Seulement 8 % de l'encours des obligations à rendement élevé devront être refinancés dans les deux prochaines années (tableau C).

TABLEAU C



Sources: ICE BofA/ML au 31 mai 2018

## Les occasions de rendement global des titres de crédit

Les écarts rapprochés sur les titres de qualité investissement et sur les titres à rendement élevé, de concert avec la hausse des taux d'intérêt, pourraient peser lourdement sur l'évolution des rendements dans les stratégies de crédit pour les positions longues seulement. Voici certaines techniques de gestion de portefeuille auxquelles on peut faire appel dans le paysage des titres à revenu fixe, dans lequel il paraît de plus en plus difficile de dégager des rendements positifs à terme.

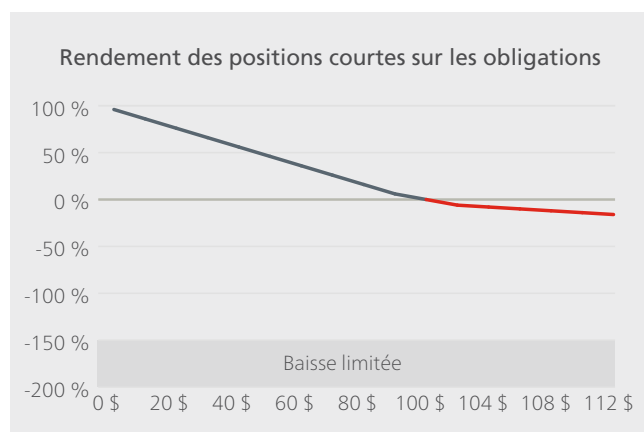
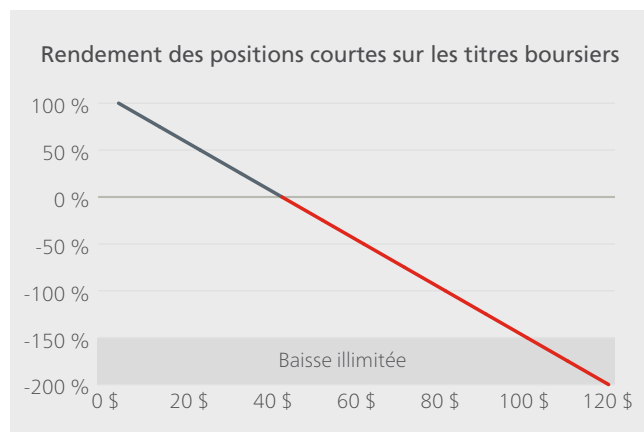
## Les positions longues et les positions courtes

Investir dans des titres à revenu fixe produit par le fait même une distribution asymétrique des rendements pour les investisseurs. Quand on garde ces titres jusqu'à l'échéance, le meilleur rendement annuel auquel l'investisseur peut s'attendre est l'équivalent du rendement à l'échéance lorsque l'obligation a été achetée. Par contre, si l'émetteur de l'obligation est en défaut, l'investisseur s'expose, selon le scénario du pire, à perdre la totalité de son placement initial (en supposant



qu'il ne pourra rien en récupérer). Cette possibilité d'une hausse limitée et d'une baisse possible de 100 % pour l'investisseur qui prend des positions longues seulement crée une asymétrie. Or, cette asymétrie pourrait avoir un effet puissant dans une stratégie de rendement global dans laquelle l'investisseur peut prendre des positions à la fois longues et courtes. Quand il prend une position de plus en plus courte sur une obligation, l'investisseur limite la possibilité d'une baisse au paiement du rendement à l'échéance sur l'obligation, alors qu'il peut dégager un rendement de 100 % dans un scénario de défaut de l'émetteur, ce qui est très différent du rendement potentiel sur des positions de plus en plus courtes sur des titres boursiers, puisque le potentiel de baisse est illimité. Le tableau D ci-après illustre les profils de rendement des positions de plus en plus courtes sur les titres boursiers et les obligations.

TABLEAU D



La capacité de prendre des positions courtes sur les titres de qualité investissement et sur les obligations à rendement élevé permet aux gestionnaires de portefeuille

d'exprimer des points de vue négatifs associés à des titres de crédit ou d'arbitrer des errements de cotation des marchés par rapport à des entreprises comparables dans un secteur d'activité ou dans la structure du capital-actions d'une société. Compte tenu des récentes faillites de Toys "R" Us et d'I Heart Radio (auparavant, Clear Channel Communications), il est évident qu'il est avantageux de repérer les entreprises endettées selon de vieux modèles de gestion, qui sont parfois chamboulés par la technologie et l'innovation.

## La gestion des taux d'intérêt

La gestion des titres de crédit dans une structure-cadre de rendement global comporte également la possibilité d'un risque de taux d'intérêt à gérer afin de réduire le plus possible l'impact de la hausse des taux d'intérêt. La marge de manœuvre offerte aux gestionnaires de portefeuille pour réduire le risque des taux d'intérêt grâce à des positions courtes sur des obligations ou des contrats à terme permet de préserver le capital dans un environnement de hausse des taux d'intérêt. Les taux d'intérêt, qui baissent depuis 30 ans, ont commencé à se relever ces derniers mois, puisque les acteurs du marché prévoient une augmentation de l'inflation. D'après les évaluations récentes, chaque hausse de 1 % des taux d'intérêt entraînerait une baisse de l'ordre de 4,2 % du marché des obligations à rendement élevé et un plongeon de 6,2 % des titres de crédit de qualité investissement au Canada; c'est pourquoi une gestion circonspecte des taux d'intérêt peut avoir un profond retentissement sur les rendements. Puisque les courbes des taux d'intérêt en Amérique du Nord sont relativement stables à l'heure actuelle, les investisseurs ne sont guère incités à prendre d'autres risques sur les taux d'intérêt.

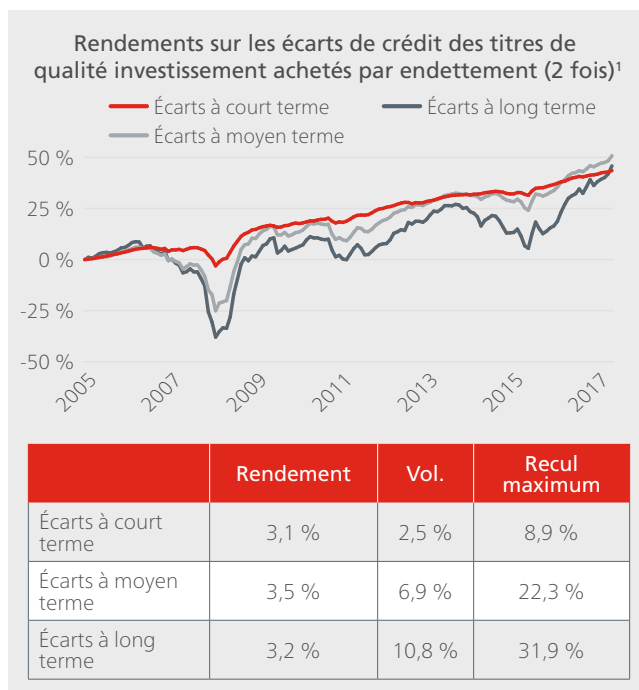
## Les occasions de produire un effet multiplicateur

Compte tenu du niveau actuel des écarts de crédit, le recours à l'endettement pour accroître les rendements à cette étape du cycle du crédit n'est probablement pas la technique de gestion de portefeuille la plus prudente pour dégager des rendements absolus stables. Il y a toutefois des moments, dans le cycle du crédit, où les écarts sont attrayants, et le recours à un endettement modéré peut être intéressant dans le rapport risque-rendement. Du point de vue du financement, la solution la plus économique pour recourir au financement afin



de profiter des écarts de crédit consiste à comprimer la durée du portefeuille en prenant des positions courtes sur les obligations d'État dont les caractéristiques de durée sont comparables. Nous recommanderions toutefois de recourir à l'endettement pour les écarts de crédit à court terme, ce qui permet de réduire le plus possible la volatilité sans sacrifier des rendements considérables. Comme l'indique le tableau E ci-après, les reculs liés aux écarts de crédit sur les titres de qualité investissement à court terme achetés par endettement sont amoindris par rapport aux écarts à moyen et à long termes sur les titres de crédit également achetés par endettement.

TABLEAU E



Sources: Bloomberg, FTSE Russell au 31 mai 2018

**Nous souhaitons connaître votre avis. Si vous avez des questions ou des commentaires, veuillez communiquer avec votre directeur, Relations d'affaires ou avec Bryan DeLaurier ([bryan.delaurier@scotiabank.com](mailto:bryan.delaurier@scotiabank.com)) au 416-365-2991.**

## Synthèse

Dans les dix dernières années, le recul des écarts de crédit et des rendements sur les obligations d'État a créé un environnement qui se prête parfaitement à des rendements exceptionnels pour les investisseurs dans les titres de crédit. Toutefois, puisque la conjoncture actuelle laisse entrevoir une hausse des taux d'intérêt et que les écarts de crédit pourraient se creuser à moyen terme, nous croyons que c'est aujourd'hui qu'il faut inviter les gestionnaires dont les portefeuilles sont axés sur les titres de crédit à adopter une approche de rendements absolus en faisant appel aux outils et aux stratégies que nous venons d'évoquer. À notre avis, cette approche vient atténuer les risques de baisse, en permettant aux gestionnaires de portefeuille de dégager éventuellement des rendements absolus attrayants.

*Adam Bomers CFA, Gestionnaire de portefeuille*

<sup>1</sup> Les rendements sont calculés en supposant des coûts de crédit de 35 points de base par an pour réduire le plus possible l'exposition aux taux d'intérêt.

MC Marque de commerce de La Banque de Nouvelle-Écosse, utilisée sous licence. © 2018, Gestion d'actifs 1832 S.E.C. Tous droits réservés. Gestion d'actifs Scotia – Portefeuilles institutionnels est une division de Gestion d'actifs 1832 S.E.C., laquelle est une société affiliée de La Banque de Nouvelle-Écosse. Le présent document a été préparé par Gestion d'actifs 1832 S.E.C. et n'est fourni qu'à titre informatif. La participation à un fonds commun de placement peut donner lieu à des commissions, des commissions de suivi, à des frais de gestion et à d'autres frais. Veuillez lire le prospectus avant d'investir. Les parts de fonds communs de placement ne sont pas garanties; leur valeur fluctue fréquemment et leur rendement passé n'est pas indicatif de leur rendement futur. Les points de vue exprimés sur un placement, une économie, une industrie ou un secteur du marché en particulier ne doivent pas être interprétés comme une indication d'intention de négocier des mandats gérés par Gestion d'actifs 1832 S.E.C. Ces points de vue ne doivent pas être considérés comme des conseils de placement ni des recommandations d'achat ou de vente. Ils peuvent changer à tout moment en fonction des marchés et d'autres conditions et nous déclinons toute responsabilité quant à leur mise à jour.