

De bons conseils

PRINTEMPS 2018



Voici nos observations sur le marché du crédit au Canada. Dans ce numéro, nous vous donnons des renseignements généraux sur les caractéristiques de ce marché et sur les raisons pour lesquelles les investisseurs institutionnels misent tant sur le marché du crédit au Canada.

Le marché canadien du crédit aux entreprises en bref

Élément essentiel des marchés financiers canadiens, le crédit aux entreprises permet de financer les bilans des entreprises canadiennes et d'offrir aux investisseurs des perspectives de placements. Avec le départ à la retraite des baby-boomers, l'évolution démographique modifie la tolérance au risque et accroît la demande exprimée pour des rendements relativement sûrs et stables. De plus, les régimes de retraite à prestations déterminées cèdent la place aux régimes à cotisations déterminées, qui visent à réduire le risque des taux d'intérêt en adossant le versement des prestations de retraite à des actifs comparables, soit les titres à revenu fixe.

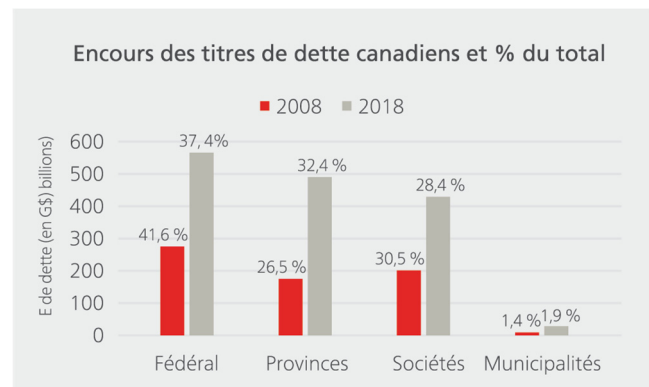
Les sociétés canadiennes se font un plaisir de répondre à cette demande, en émettant des titres de dette pour financer leurs rachats d'actions ou pour verser de meilleurs dividendes. Elles profitent ainsi des faibles taux d'intérêt des 10 dernières années pour améliorer leur bilan. D'après les données de la Bourse FTSE/TMX, le marché des titres de dette de qualité investissement des émetteurs canadiens a plus que doublé depuis la crise financière : il se chiffre aujourd'hui à 429 milliards de dollars, contre 201 milliards de dollars il y a 10 ans.

Malgré les émissions massives de titres de dette des sociétés dans les 10 dernières années, la part des

sociétés dans l'ensemble du marché obligataire canadien a en fait diminué pour passer de 30,5 % à 28,4 %, alors que les émissions obligataires des provinces ont presque triplé.

Comme l'indique le tableau A ci-après, les obligations des provinces en pourcentage de l'ensemble du marché ont augmenté pour passer de 26,5 % de l'indice en 2008 à 32,4 % en 2018. L'encours des titres de dette à rendement élevé émis par les sociétés canadiennes a même dépassé celui du marché des titres de qualité investissement et a presque doublé, pour passer d'un total de 29 milliards de dollars en février 2008 à 83 milliards de dollars 10 ans plus tard.

TABLEAU A





Les titres de dette de qualité investissement et les obligations d'État

Les obligations de sociétés offrent un rendement supérieur (qu'on appelle aussi l'écart) par rapport aux obligations d'État afin de compenser, pour les investisseurs, le risque supplémentaire de défaillance. L'importance de cet écart est déterminée par certains facteurs, dont la nature des activités de l'entreprise, son bilan et la macro-conjoncture générale du moment. Au niveau de l'indice, les écarts sur les titres de crédit de qualité investissement au Canada sont compris entre un creux de 0,50 % dans la période qui a précédé la crise financière et un sommet de 3,5 % à la fin de 2008.

En raison du rendement supplémentaire dont profitent les porteurs des obligations de sociétés, il n'est guère étonnant que les rendements historiques de ces obligations soient supérieurs à ceux des obligations du gouvernement du Canada. Selon les rendements historiques¹ de l'univers des obligations de sociétés et de l'univers des obligations fédérales de la FSTE/TMX, les obligations de sociétés offrent aux investisseurs un rendement annualisé représentant 1,36 % de plus que les obligations du gouvernement fédéral. Or, ce rendement supplémentaire ne comporte pas de risque supplémentaire d'après la volatilité réalisée. La volatilité de l'indice des sociétés est en fait inférieure de 0,24 % à celle l'indice du gouvernement fédéral, comme l'indique le tableau B ci-après.

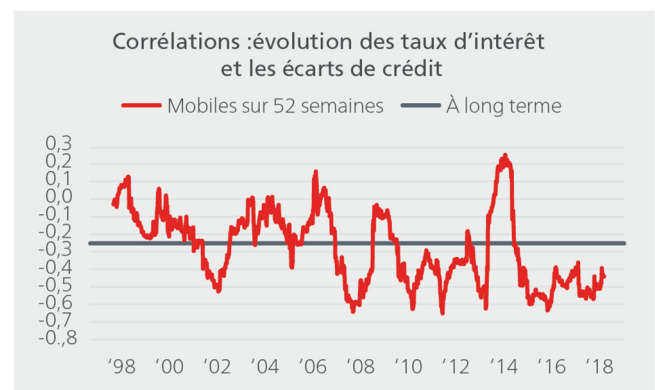
TABLEAU B

	Rendement	Volatilité	Prélèvement le plus important	Pire mois	Meilleur mois
Univers des sociétés FTSE/TMX	5,83 %	3,24 %	4,06 %	-2,18 %	3,55 %
FTSE/TMX Federal Universe	4,47 %	3,48 %	3,98 %	-1,96 %	4,00 %

Pourquoi la volatilité réalisée des obligations de sociétés, généralement considérées comme des placements plus risqués que les obligations d'État, est elle moindre? La diversification est le facteur qui explique essentiellement ce phénomène, puisque les obligations de sociétés comportent deux volets qui influent généralement sur les rendements : les taux d'intérêt et les écarts de crédit. Typiquement, les taux d'intérêt montent quand l'économie se porte bien et que les banques centrales tâchent d'enrayer l'inflation. Dans ce type de conjoncture, on considère généralement que les sociétés offrent un rendement satisfaisant et les écarts de crédit se rapprochent parce que le risque de défaillance est réduit. C'est pourquoi les deux facteurs qui expliquent les rendements des obligations de sociétés s'annulent généralement et évoluent, dans le temps, selon une courbe de rendements plus lisse. C'est ce qu'on peut constater ci-contre dans le tableau C, qui illustre la corrélation historique entre l'évolution des écarts de crédit et l'évolution des taux d'intérêt. Si nous présentons l'information pour le marché américain², c'est parce

que les données disponibles sont plus nombreuses. L'évolution de la relation entre les taux d'intérêt et les écarts de crédit serait la même pour le Canada. La corrélation négative entre les deux facteurs de rendement pour les obligations de sociétés est évidente dans la plupart des périodes et pourrait expliquer la volatilité moindre par rapport aux obligations d'État.

TABLEAU C



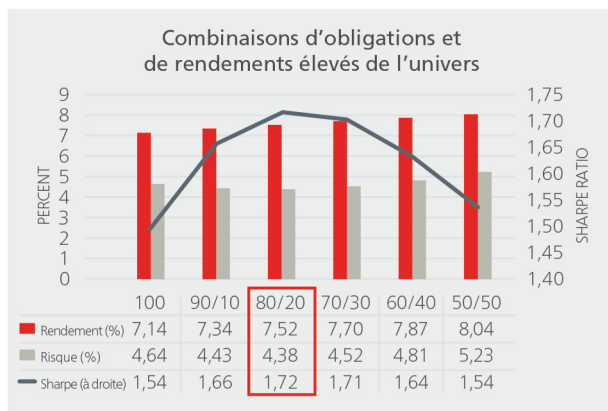
Sources : Bloomberg et ICE BofA/ML.

^{1,2} Les données portent sur la période comprise entre janvier 2001 et février 2018 et sur la période comprise entre janvier 1997 et février 2018. L'évolution des taux d'intérêt correspond à l'évolution du rendement des bons du Trésor américain à 5 ans, et l'évolution des écarts correspond aux écarts de l'indice par rapport à l'indice des sociétés américaines BofA/ML.

Les avantages d'un rendement supérieur dans un portefeuille de titres à revenu fixe

Les obligations à rendement élevé sont un segment mystérieux du marché des titres à revenu fixe, puisqu'elles rapportent traditionnellement des rendements comparables à ceux des actions et qu'elles accusent une volatilité nettement moindre. Quand on examine les rendements corrigés du risque à long terme, le marché boursier mondial au sens défini par l'indice MSCI Monde en\$ CA a dégagé un ratio Sharpe de 0,57 par rapport à un ratio Sharpe de 1,05, aux États-Unis, pour l'indice ICE BofA/ML³. En raison de son rendement supérieur, l'indice est également attrayant pour les portefeuilles traditionnels de titres à revenu fixe canadiens, non seulement pour dégager des rendements supplémentaires, mais aussi pour réduire la volatilité dans l'ensemble. Comme l'indique le tableau D ci-après, un portefeuille constitué de 80 % d'obligations de l'univers canadien et de 20 % d'obligations à rendement élevé offre historiquement un meilleur rendement corrigé du risque, puisqu'il augmente les rendements annuels de 38 points de base et qu'il réduit le risque de 26 points de base⁴.

TABLEAU D



Sources : FTSE/TMX, BofA/ML, et Bloomberg.

Les investisseurs canadiens et les obligations à rendement élevé

Sur le marché canadien des titres à revenu fixe, les obligations à rendement élevé sont relativement rares, puisque la majorité des titres à rendement élevé émis sur le marché nord-américain le sont en dollars

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) au 416-365-2991.

³ Données pour la période comprise entre août 1986 et février 2018

⁴ Données pour la période comprise entre janvier 1990 et février 2018; univers canadien FTSE/TMX et titres à rendement élevé aux États-Unis selon l'indice ICE BofA/ML, couverts en \$ CA.

^{MD} Marque déposée de La Banque de Nouvelle-Écosse, utilisée sous licence. © Copyright 2017, Gestion d'actifs 1832 S.E.C. Tous droits réservés. Gestion d'actifs institutionnels Scotia est une division de Gestion d'actifs 1832 S.E.C. Gestion d'actifs 1832 S.E.C. 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. 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.

américains. Parmi les sociétés canadiennes qui ont actuellement un encours de titres de dette à rendement élevé, seulement 12 % des titres émis en fonction de la valeur marchande l'ont été en dollars canadiens, alors que tous les autres l'ont été en dollars américains. Aux investisseurs canadiens qui souhaitent investir sur le marché des titres à rendement élevé, nous suggérons d'adopter une approche nord-américaine non seulement pour profiter de la diversification sectorielle, mais aussi pour étendre l'univers de la sélection des titres. L'indice des émetteurs canadiens de titres à rendement élevé BofA/Merrill Lynch comprend un univers de 70 sociétés et de fortes concentrations dans les secteurs de l'industrie (30 %) et de l'énergie (23 %). On peut comparer cet indice à l'indice à rendement élevé américain BofA/Merrill Lynch, qui donne accès à 884 sociétés offrant la plus vaste concentration dans un même secteur, soit 15 % dans l'énergie.

Le risque de concentration dans les titres d'un même émetteur est aussi très élevé dans l'indice canadien, puisque Bombardier représente actuellement près de 13 % de l'indice. En intégrant des obligations américaines dans un portefeuille, il va de soi qu'on intègre aussi un risque de change, et nous recommandons que dans les positions sur devises associées à la répartition des obligations à rendement élevé, on couvre intégralement le risque, puisque la volatilité des devises est actuellement plus forte que la volatilité de l'indice des obligations à rendement élevé. Selon notre expérience, la couverture du dollar américain est très efficace, puisque l'envergure du marché et le fuitage de rendement à long terme en raison de l'élimination du risque de change sont négligeables.

Dans notre prochain numéro

Dans notre prochain numéro des observations sur le marché du crédit canadien, nous nous pencherons sur les difficultés actuelles que doivent affronter les investisseurs qui misent sur les titres à revenu fixe et nous ferons quelques suggestions sur les moyens qu'ils peuvent adopter pour résoudre le mieux possible ces difficultés.

Adam Bomers CFA, Gestionnaire de portefeuille