

PERSPECTIVES *d'avenir*

Les obligations de sociétés sont-elles la catégorie d'actif la plus sûre?

Bruce Cooper, CFA

coprésident, Comité de répartition des actifs de Gestion de patrimoine TD

Ken Miner, CFA

coprésident, Comité de répartition des actifs de Gestion de patrimoine TD

Janvier 2012 - Volume IV
Trimestriel



Les obligations de sociétés sont-elles la catégorie d'actif la plus sûre?

Dans des numéros précédents de *Perspectives d'avenir*, nous avons insisté sur notre préférence pour les actions, en particulier celles versant un dividende, par rapport aux obligations. Bien que nous croyions que les investisseurs gagneraient à adopter cette préférence dans les prochaines années, nous ne préconisons pas l'élimination des titres à revenu fixe dans un portefeuille diversifié. Les obligations présentent de nombreuses caractéristiques qui contribuent à réduire le risque global d'un portefeuille et à lui procurer de la stabilité. Toutefois, nous voudrions prévenir le lecteur de ne pas trop miser sur les titres de créance gouvernementaux dans le contexte actuel des marchés.

Comme nous l'avons indiqué dans notre dernier numéro, l'avenir s'annonce difficile pour les nations souveraines, en particulier celles du monde développé. Depuis des années, les gouvernements ont accru leur endettement en pourcentage du PIB. Les récentes turbulences sur les marchés mondiaux, engendrées par la situation en Europe, forceront vraisemblablement de nombreux gouvernements à s'inquiéter davantage de leur situation financière actuelle et à prendre les décisions difficiles nécessaires pour contrôler leurs dépenses. Les mesures d'austérité qui pourraient en résulter nous amènent à penser que nous connaissons une longue période de faible croissance et de faibles rendements.

Étant donné les problèmes entourant les obligations gouvernementales, les investisseurs ont commencé à remettre en question le statut de valeur refuge des prêts aux nations souveraines. Les obligations gouvernementales sont-elles vraiment les placements les plus sûrs qui existent? Nous soutenons que de nombreuses sociétés sont dans une meilleure situation financière que le gouvernement de leur pays de constitution. Nous croyons qu'en raison de la solidité des bilans des sociétés et des primes de taux offertes, les obligations de sociétés représentent de meilleurs placements que les obligations gouvernementales sur le plan du risque et du rendement.

Gestion de Placements TD Inc. (GPTD) s'engage à faire preuve d'un leadership éclairé sur les questions clés qui ont une incidence sur les marchés ou sur le monde du placement en général. À une époque où l'information est abondante, mais où la sagesse se fait plus rare, notre nouvelle série d'articles sur le leadership intitulée Perspectives d'avenir, jette un éclairage sur les risques et occasions de marché.

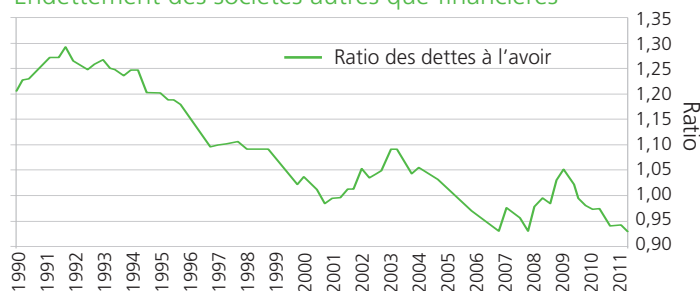
Périodes de crise – Une perspective différente

Une différence importante entre les gouvernements et les sociétés est leur réaction en périodes de crise. Pendant un ralentissement économique, la réaction contracyclique d'un gouvernement est d'augmenter ses dépenses en mettant en place des programmes visant à stimuler l'activité économique. Les sociétés, de leur côté, perçoivent l'incidence du ralentissement sur leurs revenus et diminuent normalement leurs dépenses afin de raffermir leur bilan en vue des temps difficiles qui s'annoncent. Lorsque l'économie commence à se redresser, le bilan des sociétés qui ont survécu au ralentissement économique est souvent plus solide qu'avant la crise.

C'est exactement ce qui s'est passé lors de la crise du crédit de 2007-2008. L'endettement des gouvernements a considérablement augmenté lorsque les plus grandes nations du monde ont tenté de stimuler la croissance, pendant que les sociétés réduisaient leurs dépenses pour essayer de rester rentables. Résultat : l'endettement gouvernemental a explosé partout dans le monde et les bilans des sociétés se sont raffermis, leurs liquidités atteignant leurs niveaux les plus élevés depuis des années.

L'endettement des sociétés à un creux record

Endettement des sociétés autres que financières



Source : Statistique Canada, *Statistiques financières trimestrielles des entreprises*

Dettes gouvernementales brutes en % du PIB

Pays	2006	2011
Canada	70	84
France	64	87
Allemagne	68	83
Portugal	64	106
Royaume-Uni	43	81
États-Unis	61	100

Source : FMI, Fiscal Monitor, septembre 2011. Nombres arrondis au pourcentage le plus près.

Un autre point qu'il faut reconnaître est que les deux ont des motivations différentes. Les hauts dirigeants des sociétés cherchent avant tout à maximiser la valeur pour les actionnaires et doivent ainsi viser à ce que les revenus augmentent plus rapidement que les dépenses. Les politiciens sont responsables devant leurs électeurs de gérer l'économie et de fournir des services de valeur pour la population. Alors que les actionnaires sont heureux de voir les marges bénéficiaires augmenter, la plupart des électeurs n'apprécient guère les réductions de dépenses gouvernementales ni les hausses d'impôt. À notre avis, un politicien qui agirait comme un dirigeant d'entreprise aurait très peu de chances d'être réélu. De même, tant que les électeurs n'admettront pas que les fortes dépenses et les faibles impôts ne peuvent durer, de nombreux gouvernements auront des difficultés à gérer leur dette globale.

Obligations de première qualité

L'accroissement de l'endettement gouvernemental et la faiblesse de l'économie mondiale ont créé un problème connexe pour les investisseurs : les faibles taux obligataires. Les banques centrales ayant assoupli leur politique monétaire au cours des dernières années pour contrer la faiblesse de leur économie, les taux obligataires ont baissé à des creux historiques, ce qui a prolongé une tendance à long terme. Les taux obligataires sont en baisse depuis le début des années 1980, ce qui a permis depuis 30 ans à de nombreux investisseurs de profiter de gains en capital sur leurs placements, en plus des paiements de coupons. Cette baisse des taux ne peut se poursuivre pour des questions logistiques. Les investisseurs devront se contenter des faibles rendements offerts par les coupons, puisque les possibilités de gains en capital seront très réduites à l'avenir.

Évolution historique des taux des obligations du gouvernement du Canada

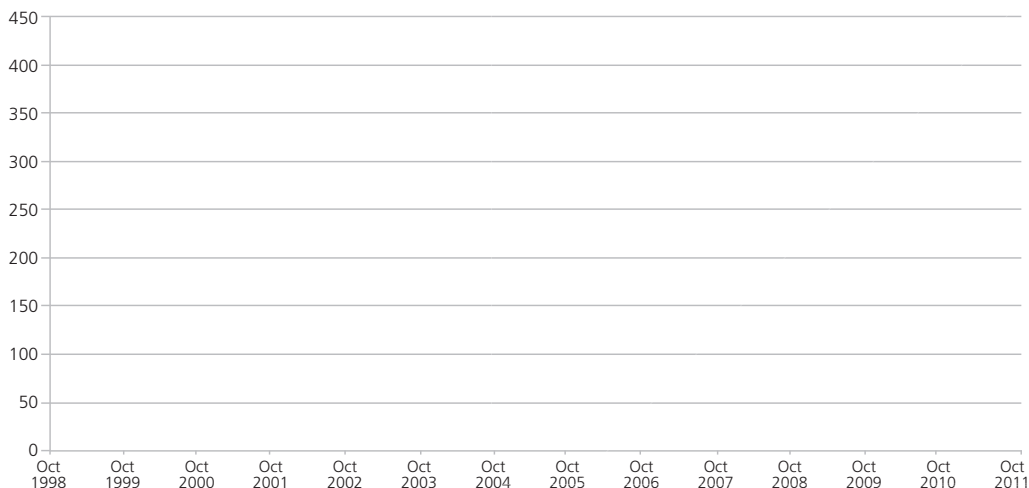


Source : Statistique Canada. Moyenne des taux des obligations d'échéance comprise entre 5 et 10 ans. Données jusqu'en septembre 2011.

L'endettement élevé des gouvernements, combiné à la faible croissance économique, nous incite à croire que les taux seront faibles encore longtemps. Comme une appréciation du capital est peu probable, les investisseurs obligataires ne devraient pas s'attendre à recevoir plus que les versements de coupons et leur capital à l'échéance. Pour la plupart des investisseurs, cela pourrait être insuffisant pour qu'ils atteignent leurs objectifs financiers.

Voilà pourquoi il peut être utile d'investir dans des obligations de sociétés. Les obligations de sociétés offrent traditionnellement aux investisseurs une prime (écart) de taux, ou un rendement additionnel, par rapport aux titres de créance gouvernementaux d'échéance comparable. Ce rendement supplémentaire vise à compenser les investisseurs pour le risque accru associé aux obligations de sociétés. Bien qu'il soit essentiel de bien choisir les titres, nous croyons qu'il existe de nombreuses obligations de sociétés qui présentent un risque semblable à celui d'obligations gouvernementales, mais qui peuvent offrir de meilleurs rendements aux investisseurs.

Dans la mesure où leur tolérance au risque le permet, les investisseurs peuvent profiter de rendements plus élevés en choisissant des titres assortis d'une cote de crédit plus faible. Dans le segment des titres de première qualité, à savoir les obligations dont la cote est comprise entre AAA et BBB, les primes de taux offertes sont actuellement d'environ 170 points de base en moyenne. Cela peut sembler peu en termes absolus, mais cela représente 100 % de plus que les taux des obligations gouvernementales comparables¹.

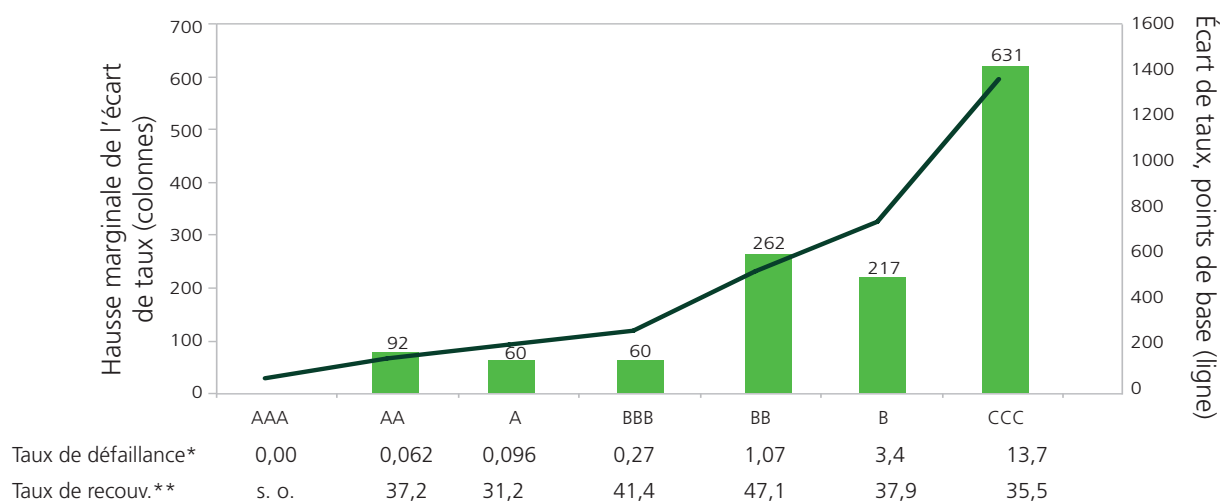


Obligations à rendement élevé

Pour les investisseurs disposés à assumer un risque plus élevé afin d'obtenir des rendements potentiellement supérieurs, le segment des obligations de qualité inférieure, ou à rendement élevé, est une option. Traditionnellement, ces titres sont émis par des sociétés stables et parvenues à maturité qui génèrent de solides flux de trésorerie. Toutefois, ces sociétés tendent à avoir accumulé davantage de dettes afin d'accroître les rendements de leurs actions, ce qui leur vaut une cote de crédit inférieure. En conséquence, ces sociétés doivent offrir des rendements supérieurs sur les obligations pour intéresser les investisseurs.

Le graphique ci-dessous présente les écarts entre les taux d'obligations assorties de diverses cotes. À mesure que les investisseurs se déplacent vers la droite de la courbe du crédit, passant d'une cote de première qualité aux plus basses cotes de qualité inférieure, ils reçoivent une compensation de plus en plus grande pour le risque supplémentaire qu'ils prennent. Cette compensation est actuellement de 262 points de base en moyenne lorsqu'ils passent des obligations de première qualité (BBB) aux obligations de qualité inférieure (BB).

Courbe du crédit, 30 novembre 2011



Taux de défaillance*	0,00	0,062	0,096	0,27	1,07	3,4	13,7
Taux de recouv.**	s. o.	37,2	31,2	41,4	47,1	37,9	35,5

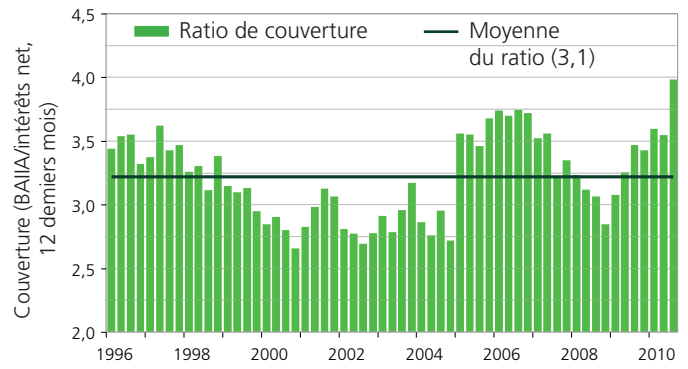
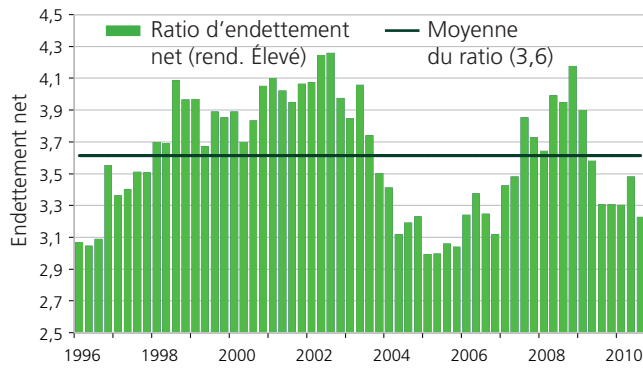
Source: * Moody's 1920-2010, ** Moody's 1 an 1983-2010.

Santé financière

Comme dans le cas des sociétés émettrices d'obligations de première qualité, de nombreux émetteurs d'obligations à rendement élevé sont dans une meilleure situation financière qu'ils ne l'ont été depuis plusieurs années. Les plus faibles entreprises n'ont pas survécu à la tourmente de 2008. Durant la crise du crédit, lorsque la liquidité du système s'est tarie, les sociétés ayant de piètres cotes de crédit ont généralement éprouvé plus de difficultés à obtenir des marges de crédit bancaires ou du nouveau financement au moyen d'émission d'obligations. Comme leurs liquidités disponibles ont diminué, de nombreuses sociétés ont connu des défaillances sur leurs obligations et ont été forcées de se restructurer ou de déclarer faillite. Les sociétés qui ont pu mieux contrôler leurs coûts et accéder à des capitaux ont survécu. En conséquence, les sociétés émettrices d'obligations de qualité inférieure qui ont survécu sont sorties de la crise de liquidité en meilleure situation financière.

Bien qu'il soit normal que les plus forts survivent aux périodes économiques difficiles, nous sommes actuellement dans une période intéressante. En général, après une crise économique, de nombreuses sociétés reprennent leurs anciens projets d'expansion et commencent à accroître leur endettement. Étant donné la performance peu reluisante de l'économie après la crise, de nombreux dirigeants ont été obligés de continuer à contrôler étroitement les dépenses. Les sociétés émettrices d'obligations de qualité inférieure possèdent des liquidités disponibles beaucoup plus élevées qu'à la normale pour couvrir leurs coûts du service de la dette et leurs titres offrent des rendements à l'échéance plus élevés que ceux des obligations de première qualité.





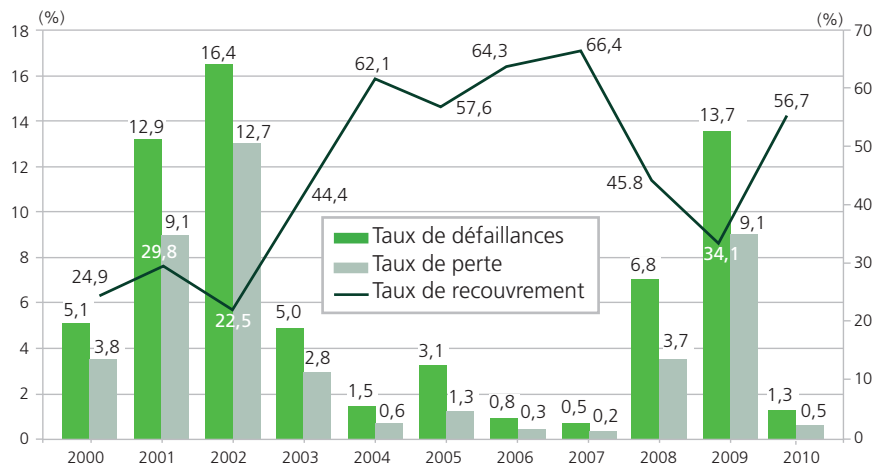
Source: BofA Merrill Lynch Global Research

Taux de défaillance

Le principal risque lorsqu'on prête de l'argent à une société dont la qualité du crédit est inférieure est la possibilité d'une défaillance sur les obligations. Bien que le terme « défaillance » ait des connotations inquiétantes, il signifie simplement que la société n'a pas effectué un paiement d'intérêts. Il ne signifie pas nécessairement que la société a déclaré faillite ou que le placement original est entièrement perdu. Après une défaillance, les porteurs des obligations collaborent habituellement avec la société lors de la restructuration afin de récupérer la plus grande partie possible de leurs placements. En 2010, environ 55 % de la valeur nominale a été recouvrée dans les cas de défaillance².

Le taux de défaillance moyen historique des obligations à rendement élevé est de 5,1 %³. Bien que ce taux soit faible, il peut augmenter substantiellement au cours des périodes de crise. Ces obligations offrent un rendement plus élevé pour compenser les investisseurs des défaillances possibles. Pour réduire le plus possible l'incidence des défaillances, les investisseurs ont intérêt à posséder un portefeuille diversifié d'obligations lorsqu'ils misent sur le marché des titres à rendement élevé. Cela dit, compte tenu de la santé financière actuelle des sociétés émettrices, nous croyons que les taux de défaillance continueront d'être inférieurs à la moyenne historique dans l'avenir proche.

Indice des défaillances sur les obligations américaines à rendement élevé de Fitch



Source: Fitch U.S. High Yield Default Index.

Nous aimerions prévenir les investisseurs que les obligations dont l'échéance est plus lointaine peuvent présenter un risque de défaillance plus élevé. Plus l'échéance est lointaine, moins les événements économiques futurs et leur incidence sur la société émettrice sont prévisibles. Nous recommanderions donc aux investisseurs de privilégier les obligations à plus court terme afin de réduire ce risque.

Notre point de vue

Bien que nous continuions de préférer les actions, dans les périodes d'incertitude économique comme actuellement, nous croyons que les titres à revenu fixe ont un rôle vital à jouer dans un portefeuille de placements équilibré. Nous demeurons préoccupés par les niveaux d'endettement des gouvernements, mais nous continuons de voir de solides possibilités de placement sur le marché du crédit. Les obligations de sociétés, soutenues par les solides bilans et les abondantes liquidités des entreprises, sont particulièrement intéressantes par rapport aux obligations gouvernementales du fait qu'elles offrent un rendement supplémentaire dans le contexte actuel de faibles taux d'intérêt. Toutefois, il est important de ne jamais oublier que des analyses diligentes appropriées sur les entreprises et la qualité de leur crédit sont essentielles afin que les investisseurs soient assurés d'être adéquatement compensés pour les risques qu'ils assument. Cela est particulièrement vrai dans le segment des obligations à rendement élevé. Pour profiter au maximum des occasions offertes sur le marché des obligations de sociétés, un portefeuille obligataire géré par un spécialiste pourrait être la meilleure solution pour les investisseurs recherchant la combinaison optimale de risque et de rendement.

Comité de répartition des actifs de Gestion de patrimoine TD

Ce comité est composé de dix personnes qui possèdent des compétences et une expérience en placement uniques, provenant des différents secteurs d'activité de Gestion de patrimoine TD.

Le comité a été formé en 2009 et son mandat est le suivant :

- préciser les grands thèmes des marchés;
- imprimer une orientation globale en matière de répartition de l'actif
- déterminer les risques principaux qui se dessinent à l'horizon.

Les auteurs

Bruce Cooper, CFA

Premier vice-président, Actions, Gestion de Placements TD Inc.

Coprésident, Comité de répartition de l'actif

À la tête de toutes les équipes de gestion fondamentale des actions, Bruce Cooper surveille les portefeuilles d'actions canadiennes, américaines et internationales, ainsi que l'équipe des fonds de couverture.

Ken Miner, CFA

Premier vice-président, Titres à revenu fixe, Gestion de Placements TD Inc.

Coprésident, Comité de répartition de l'actif

Ken est le premier vice-président des titres à revenu fixe de GPTD. L'équipe des titres à revenu fixe de GPTD a été nommée Gestionnaire obligataire de l'année lors du Gala canadien du placement Morningstar^{MD} tenu en 2010.

À propos de Gestion de Placements TD (GPTD)

GPTD et les membres de son groupe gèrent pour plus de 188 milliards de dollars d'actifs, dont plus de 56 milliards de dollars d'actions au 30 septembre 2011. Sous la raison sociale Fonds Mutuels TD, Gestion de Placements TD Inc. (GPTD) offre une gamme variée de produits qui comporte plus de 70 fonds communs de placement et 25 portefeuilles gérés professionnellement. GPTD gère des fonds communs de placement pour le compte de plus de 1,4 million d'épargnants, et les Fonds Mutuels TD constituent l'une des familles de fonds les plus diversifiées du Canada. Les Fonds Mutuels TD sont offerts dans les succursales de TD Canada Trust (par l'entremise des représentants des Services d'investissement TD inc.), auprès de Courtage à escompte, Planification financière et Conseils de placement privés TD Waterhouse, ainsi que par l'intermédiaire de grandes firmes de courtage, de courtiers indépendants, de conseillers et de planificateurs financiers. Au 30 septembre 2011, GPTD était la quatrième société de fonds communs de placement en importance au Canada, forte d'un actif de plus de 59 milliards de dollars placé dans les Fonds Mutuels TD.



¹ Source: Gestion de Placements TD Inc., au 30 novembre 2011. ² Fitch Ratings, High Yield Default and Recovery Rate Volatility in Recession and Recovery, 17 mars 2011. ³ op. cit. Les présents renseignements proviennent de sources jugées fiables. Lorsque de tels renseignements sont fondés en partie ou en totalité sur des renseignements provenant de tiers, leur exactitude et leur exhaustivité ne sont pas garanties. Les graphiques et les tableaux sont utilisés à des fins d'illustration et ne reflètent pas des valeurs ou des rendements futurs. Ces renseignements ne fournissent pas de conseils financiers, juridiques ou fiscaux, ni de conseils en placement ou en négociation de titres. Les stratégies en matière de placement, de négociation ou de fiscalité devraient être étudiées en fonction des objectifs et de la tolérance au risque de chacun. Gestion de Placements TD Inc., La Banque Toronto-Dominion, les membres de son groupe et ses entités liées ne sont pas responsables des erreurs ou omissions relativement aux renseignements ni des pertes ou dommages subis. Les renseignements sont de nature générale et ne sont pas fondés sur la convenance à des investisseurs particuliers. Le présent document peut contenir des déclarations prospectives qui sont de nature prévisionnelle et pouvant comprendre des termes « prévoir », « s'attendre à », « projeter », « compter », « croire », « estimer », ainsi que les formes négatives de ces termes. Les déclarations prospectives sont fondées sur des prévisions et des projections à propos de facteurs généraux futurs concernant l'économie, la politique et les marchés, comme les taux d'intérêt, les taux de change, les marchés boursiers et financiers, et le contexte économique général; dans chaque cas, on suppose que les lois et règlements applicables en matière de fiscalité ou autres font l'objet d'aucune modification. Les attentes et les projections actuelles quant aux événements futurs sont intrinsèquement assujetties, entre autres choses, aux risques et aux incertitudes, qui peuvent être imprévisibles et se révéler erronées dans l'avenir. Les déclarations prospectives ne sont pas une garantie du rendement futur, et les événements réels peuvent différer grandement de ceux qui sont exprimés ou sous-entendus dans les déclarations prospectives. De nombreux facteurs importants peuvent contribuer à ces écarts, notamment les facteurs économiques et politiques généraux ainsi que les facteurs de marché en Amérique du Nord et ailleurs dans le monde, les taux d'intérêt et les taux de change, les marchés boursiers, les marchés des capitaux, la concurrence commerciale et des catastrophes. Vous ne devriez pas vous fier indûment aux déclarations prospectives. De plus, il n'y a aucune intention de mettre à jour les déclarations prospectives pour tenir compte de toute nouvelle information, événement futur ou autre élément. Gestion de Placements TD Inc. est une filiale en propriété exclusive de La Banque Toronto-Dominion. ^{MD/} Le logo TD et les autres marques de commerce sont la propriété de La Banque Toronto-Dominion ou d'une filiale en propriété exclusive au Canada et/ou dans d'autres pays. Toutes les marques de commerce appartiennent à leurs propriétaires respectifs.