

Pourquoi choisir Investissements Standard Life?

La taille importe, du moins dans le domaine des placements en obligations de sociétés. Les faibles rendements des dernières années ont incité les investisseurs à rechercher des produits à rendement supérieur pour leurs portefeuilles, situation qui a donné lieu à des excès et, en conséquence, à une détérioration de la qualité des placements.

Dans le monde actuel de la finance, caractérisé par une évolution rapide et constante, les grandes firmes comme Investissements Standard Life peuvent dédier une équipe de spécialistes des placements pour s'assurer que l'actif de leurs clients fait l'objet de recherches et d'une gestion compétentes. Chez Investissements Standard Life, les résultats sont mesurables. Nous sommes l'un des plus importants gestionnaires de placements en obligations de sociétés du Canada et, à ce titre, aucune obligation de société n'a jamais fait défaut dans les portefeuilles de nos clients.

La protection de l'actif constitue un objectif important, mais saviez-vous que nos clients bénéficient de multiples façons des ressources d'Investissements Standard Life? Par exemple, en plus d'affecter quatre spécialistes qui suivent les fluctuations quotidiennes des marchés, Investissements Standard Life ajoute de la valeur à votre portefeuille d'obligations de sociétés en intervenant dans les nouvelles émissions d'obligations, afin de s'assurer que les rendements et les garanties sont proportionnés aux risques sous-jacents, en particulier sur les caractéristiques précises de l'obligation ainsi que sur la capacité financière de l'émetteur de rembourser sa dette. Il est même parfois arrivé que nos décisions ou nos exigences aient forcé les émetteurs à reformuler leur offre de manière plus favorable pour l'ensemble des détenteurs d'obligations.

L'investissement dans les obligations de sociétés au cours des dernières années : une pente glissante

La course au rendement dans toutes les catégories de portefeuilles, qu'il s'agisse des caisses de retraite, des fonds communs de placement, des ministères des Finances ou même des comptes de particuliers, a stimulé la mise au point de produits innovateurs destinés aux investisseurs qui cherchaient à augmenter leur rendement et au secteur d'activité qui souhaitait engraisser sa marge bénéficiaire. Les investisseurs ont effectué des placements dans des sociétés plus risquées que jamais ou même dans des structures byzantines, comme les titres de créance avec garantie, afin d'augmenter les rendements, et ce, avec la bénédiction des agences de notation. Il n'a fallu que deux ans de taux d'intérêt à court terme inférieurs à 2 % pour lancer le mouvement. Les primes offertes sur les titres de créance ont diminué régulièrement, tandis que les investisseurs se déplaçaient vers le haut de la courbe des échéances, puis de la courbe des différentiels de taux, afin d'obtenir des rendements plus élevés.



Puis, la minute de vérité est arrivée sur les marchés. La rapidité de la crise a été accompagnée de variations de grande ampleur du marché. Les investisseurs ont perdu confiance malgré les baisses considérables des taux d'intérêt des banques centrales et les promesses de programmes de dépenses des gouvernements du monde entier. En septembre 2008, les détenteurs de titres à revenu fixe ont été témoins d'une série d'événements historiques, notamment la débâcle de grandes institutions financières aux États-Unis, qui a ébranlé les marchés partout dans le monde, avec tant de force que la peur qui s'est emparée des marchés d'obligations de sociétés a surpassé celle qui avait suivi le renflouement de *Bear Stearns* en mars 2008, si l'on prend comme point de référence les écarts de rendement par rapport aux émissions gouvernementales.

On peut constater les effets de cette crise en observant l'évolution d'un produit financier quelconque comportant un élément intrinsèque de risque de crédit : on constatera que la prime de risque augmente continuellement. En conséquence, depuis les sommets atteints à l'été de 2007 :

- Les prêts aux entreprises sont plus coûteux
- Les banques ont resserré les conditions d'admissibilité des demandes de prêts
- Le coût d'emprunt de capitaux sur les marchés publics et le coût de l'assurance contre la défaillance des titres de créance de sociétés (tel que reflété par les primes sur les swap sur défaillance de crédit) ont augmenté

La hausse des écarts de taux a pour effet d'abaisser le prix des obligations de sociétés. Devant cette baisse de prix, les investisseurs s'abstiennent généralement d'acheter d'autres obligations, à moins que les prix diminuent davantage. Les nouvelles émissions d'obligations de sociétés doivent être écoulees à escompte et comporter une prime plus élevée, et les écarts continuent de s'accroître.

À cause de l'incertitude et de l'ampleur de l'effondrement des prêts hypothécaires à risque, le secteur qui a éprouvé le plus de difficultés sur le marché des obligations de sociétés a été celui des services financiers (banques et sociétés de financement), ce qui comprend des entreprises parmi les mieux cotées. (Ces obligations se négocient actuellement à un niveau qui, à l'été de 2007, en aurait fait des obligations de pacotille.)

Chez Investissements Standard Life, nous favorisons et avons toujours favorisé la qualité, et ainsi, nous avons pris une décision extrêmement judicieuse en nous tenant à l'écart des actifs à risque élevé. Nous sommes restés prudents alors que les écarts ne cessaient de se rétrécir entre 2004 et 2007, choisissant plutôt de détenir des obligations de société à court terme de qualité supérieure et de vendre les titres à moyen et à long terme, car nous croyions que les écarts ne compensaient pas le risque couru. Nous avons toujours eu une préférence pour les émetteurs de bonne qualité dont les bénéfices sont prévisibles, et maintenant que ces obligations et ces émetteurs sont à bon marché, nous avons commencé à en accumuler.

Au sein de l'agitation des marchés, nous distinguons des signes positifs. L'un d'eux est un plus grand degré d'activisme du côté des titres de créance; le retour du pendule favorisant les détenteurs d'obligations. Les émetteurs d'obligations adoptent désormais un langage qui suggère que les rôles sont inversés, reconnaissant aux créanciers obligataires le droit de ne pas être touchés en cas de toute circonstance adverse, comme une baisse de cote, hausse de l'endettement dans le bilan, etc. (Vous vous rappelez peut être que les titulaires d'obligations de BCE se sont retrouvés engagés dans un conflit juridique en raison de la tentative de prise de contrôle par la caisse de retraite des enseignants de l'Ontario et trois partenaires américains. Les titres qu'ils détenaient ne contenaient pas les garanties particulières qui auraient pu protéger leurs droits, si la prise de contrôle avait réussi.)

Les écarts de taux sont maintenant à leur niveau le plus élevé depuis la Grande Dépression. Cela signifie que la baisse de prix des obligations de sociétés a été plutôt abrupte, entraînée par la peur et le manque de liquidité et la disparition des principaux acteurs sur le marché des obligations de sociétés, à savoir les fonds de placement spéculatifs. Il s'agit probablement du moment le plus propice depuis des décennies pour acheter des titres de créance de sociétés.

Cette crise du crédit souligne cependant encore plus à quel point il est important de bien comprendre ce qu'on achète. La gestion du crédit est devenue un élément de plus en plus essentiel et cette tendance est appelée, selon nous, à se poursuivre. Nous tenons à conserver notre approche, qui consiste à effectuer une recherche approfondie et à analyser chaque placement. L'une des raisons pour laquelle nous nous sommes tenus à l'écart du papier commercial adossé à des actifs (PCAA) non bancaire est que nous avons compris le défaut fatal sous-jacent à cette structure, qui exposait les investisseurs à un risque en cas de dislocation du marché. Or, c'est exactement ce qui s'est produit en août 2007. Le fait de pouvoir compter sur des spécialistes dévoués a évidemment porté fruit!

Revue du marché – 31 décembre 2008

À moins que la récession ne dure plusieurs années, nous croyons que les différentiels de taux, qui n'ont jamais été aussi importants depuis les années 1930, sont attrayants. En 2008, la stratégie a consisté à détenir des obligations de qualité élevée et à négocier en fonction des écarts édictés par le pessimisme général des marchés.

Vers la fin de l'année, nous avons saisi l'occasion d'accroître notre participation dans les banques canadiennes, qui ont émis sur le marché des obligations offrant un rendement historiquement élevé. Nous avons financé ces achats principalement en vendant des obligations du secteur des services publics, que nous considérons comme étant surévaluées, compte tenu du décalage avec lequel les écarts des obligations des services publics suivent l'accroissement des écarts dans la plupart des autres secteurs. Alors que les écarts sur les obligations de société ne cessaient d'augmenter, l'occasion était belle d'acquérir des titres de qualité élevée offrant une prime de rendement relativement substantielle.

Nous prévoyons que les différentiels de taux se stabiliseront lorsque l'économie atteindra un niveau plancher dans les six premiers mois de l'année. Puis, ils devraient commencer à se résorber plus tard en 2010, lorsque les signes d'une reprise économique se manifesteront.

Structure actuelle du Fonds d'obligations de sociétés à rendement élevé Standard Life

Étant donné l'augmentation continue des écarts de taux sur les obligations de sociétés, l'occasion était belle au quatrième trimestre d'acquérir des titres de qualité élevée dont les différentiels de rendement atteignent des niveaux historiques. La sous-pondération du secteur financier a été profitable au fonds. Poursuivant notre plan visant à augmenter la pondération dans ce secteur, nous avons acheté des obligations de sociétés de services financiers dont le rendement était attrayant.

Comme dans tous nos portefeuilles de titres à revenu fixe, nos placements dans les obligations de sociétés s'articulent autour d'un noyau de sociétés qui sont caractérisées par des rentrées d'argent stables ou qui constituent des monopoles naturels. Ces entreprises appartiennent généralement à des secteurs comme l'infrastructure, les transports et la distribution d'énergie. Ces placements sont habituellement à long terme et le fonds a traversé une période d'accroissement des différentiels de taux, qui est encore plus marquée dans les actifs à longue échéance.

Près de la moitié du Fonds d'obligations de sociétés à rendement élevé Standard Life est constituée d'obligations de sociétés à long terme. Toutefois, du fait de leur rareté, les obligations de sociétés de longue durée devraient s'en tirer très bien pendant la période de résorption des écarts de taux à venir. [SL](#)

Par Jean-Pierre D'Agnillo et Jay Aizanman

