

# Drôle d'année pour le rendement élevé

FÉVRIER 2021



**Michael Schafer**

Gestionnaire de portefeuille des stratégies à rendement élevé

## Snapshot

- Le marché du rendement élevé s'est transformé par le passé. La qualité du crédit s'est améliorée au cours de la dernière année en raison de l'afflux d'anciennes sociétés de qualité investissement.
- Les perspectives relatives aux défauts de paiement se sont nettement améliorées depuis mars dernier, et les prévisions montrent un recul rapide du taux de défaut au cours des 12 prochains mois.
- Alors que les titres à rendement élevé se rapprochent d'un plancher, nous croyons que la gestion active est essentielle pour identifier les occasions de rendements hors normes et éviter les erreurs de crédit.

Le marché du rendement élevé s'est transformé par le passé, que ce soit pendant la phase technologie-médias-télécommunications au début des années 2000, la Grande crise financière ou la pandémie actuelle de COVID-19.

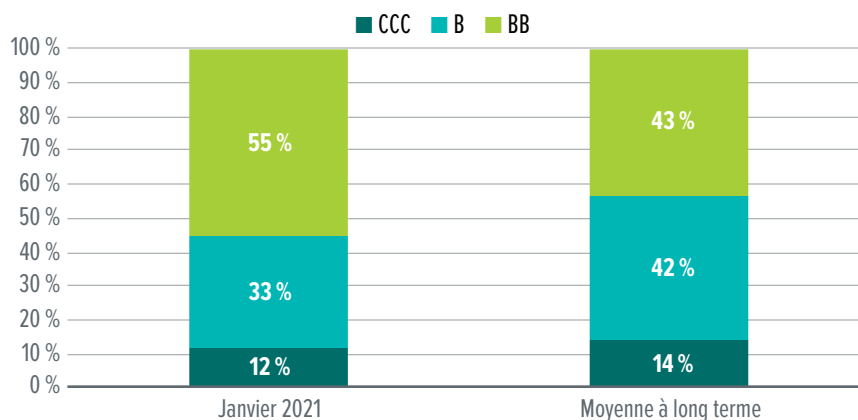
Nous établissons actuellement des records et revisitons des jalons que nous n'avons pas observés depuis des années. Le marché des titres à rendement élevé, mesuré par l'indice ICE BofA US High Yield Constrained, a dépassé un rendement de 4 % en février pour la première fois, tombant à un niveau record de 3,95 %. Le prix moyen en 2021 a dépassé 105 dollars pour la première fois depuis juillet 2014.

La qualité du crédit à rendement élevé s'est aussi améliorée au cours de la dernière année (Figure 1). Les obligations notées BB ont atteint une part record de l'indice de 57 % en juillet 2020 (et se maintenaient à 55 % en janvier), contre une moyenne à long terme de 43 %.

La perte du marché de qualité investissement se traduit en un gain pour le marché à rendement élevé. Un afflux d'anges déchus (des sociétés de qualité investissement qui sont rétrogradées au rendement élevé) a été le principal facteur de la migration vers la qualité supérieure. Cette évolution s'est faite principalement au détriment des obligations notées B, tandis que l'impact sur les obligations notées CCC a été un peu plus faible.

## Figure 1 : La perte dans la qualité investissement se traduit en un gain pour le rendement élevé

Part des notations dans l'indice IC BofA US high Yield Constrained.



La moyenne à long terme est fondée sur la période de décembre 1996 à janvier 2021. Source : ICE.

## Retour en arrière

À l'époque, janvier 2020 semblait être un mois plutôt ordinaire. Le marché du rendement élevé a rapporté 14,41 % en 2019, terminant l'année avec un rendement de 5,41 %, et était plus ou moins inchangé en janvier.

Puis la COVID-19 a commencé à traverser les frontières, et son impact économique anticipé s'est répercuté sur les marchés financiers. Le marché à rendement élevé était en baisse de 1,55 % en février — ce qui a déclenché une vente massive qui a finalement atteint un plancher le 23 mars. Les dommages causés jusqu'à ce plancher ont été considérables :

- › La performance du marché des titres à rendement élevé est en baisse de 20,57 % depuis le début de l'année.
- › Le rendement du marché a atteint 11,40 % — le niveau le plus élevé depuis août 2009.
- › L'écart de marché a atteint 1087 points de base — un sommet depuis juin 2009.
- › Le prix moyen a reculé à 78,60 \$ — le plus faible depuis juin 2009

L'intervention rapide de la Réserve fédérale (la Fed) pour ressusciter le manuel de stratégies de la Grande crise financière — avec certaines modifications importantes — a réussi à inonder les marchés de liquidités et à éviter une catastrophe financière. Cette fois, la Fed a agi plus rapidement qu'en 2008. Elle est également allée plus loin, en achetant pour la première fois des obligations de sociétés à rendement élevé et des fonds négociés en bourse (FNB).

Les marchés financiers ont été plus réceptifs aux actions prises par la Fed. Le marché des obligations à rendement élevé a progressé de 9 % au cours des six derniers jours de bourse de mars, ce qui a permis de réduire la perte depuis le début de l'année jusqu'au 31 mars à 13,13 %. Les marchés ont continué de regagner de la confiance au cours des trois derniers trimestres de 2020 : le marché à rendement élevé à enregistrer des rendements positifs chaque mois, à l'exception de septembre (-1,04 %), pour terminer avec un rendement de 6,07 % pour l'ensemble de l'année.

## Émissions et demande des investisseurs

Les entreprises ont pleinement profité de l'occasion pour accéder aux marchés financiers après les interventions de la Fed. Environ 72,9 milliards de dollars sont entrés dans le marché au cours du premier trimestre de 2020 ; puis, le marché des nouvelles émissions a explosé pendant les trois derniers trimestres de l'année. L'année 2020 a été la première où les émissions ont dépassé 400 milliards de dollars, avec un total de 450 milliards de dollars de nouvelles émissions. Le produit a été principalement utilisé pour le refinancement (66,1 %), suivi pour les besoins généraux des entreprises à 24,7 %, soit la part la plus élevée depuis 2000 (39,1 %).

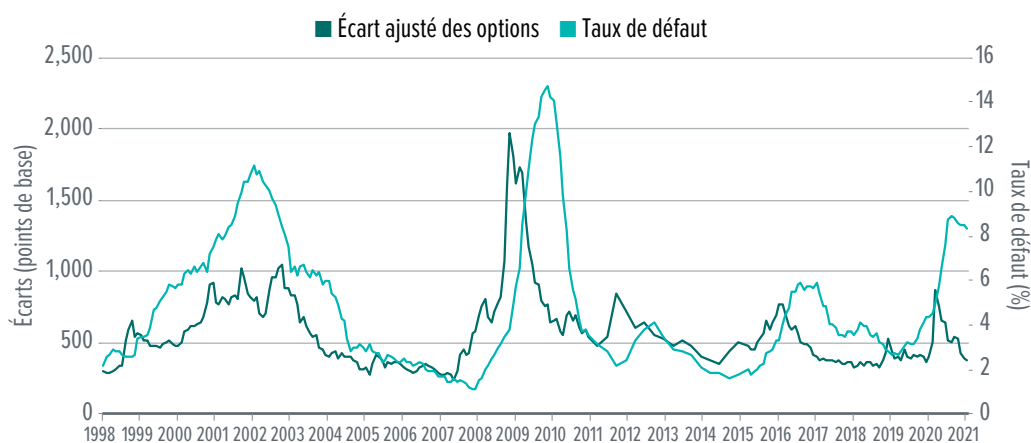
Les investisseurs se sont fortement départis de leurs titres à rendement élevé au cours du premier trimestre 2020, avec 15,4 milliards de dollars de sorties de fonds. Lorsque le marché s'est redressé, les investisseurs — dans leur recherche constante de rendement, et maintenant aussi de rendement total — se sont retournés vers le rendement élevé avec 44 milliards de dollars d'entrées du fonds au cours du seul deuxième trimestre 2020. Les 15 milliards de dollars d'entrées supplémentaires de fonds au deuxième semestre de 2020 ont entraîné une entrée nette de 43,6 milliards de dollars pour l'année civile.

## Environnement de taux de défaut

En mars 2020, les prévisions de base de Moodys pour le taux de défaut de la catégorie spéculative aux États-Unis étaient de 14,4 % d'ici mars 2021. Heureusement, l'environnement des taux de défaut ne s'est pas détérioré à ce point, et n'a jamais dépassé 9 %, selon le rapport de Moody's de janvier 2021. Le taux de défaut de Moody's pour la catégorie spéculative s'élevait à 8,3 % en janvier 2021.

Les perspectives de défaut sont nettement meilleures aujourd'hui qu'en mars dernier. Le modèle de prévision de Moody's montre une baisse constante du taux de défaut au cours des 12 prochains mois, passant à 5,6 % en janvier 2022. Même si cette diminution constitue une amélioration bienvenue, le taux de défaut reste élevé par rapport au taux de défaut moyen de 3,7 % au cours des 10 dernières années et de 4,5 % au cours des 25 dernières années.

**Figure 2 : Les écarts et les taux de défaut suivent un parcours semblable**



Données mensuelles de janvier 1998 à janvier 2021. Sources : Moody's pour les données sur le taux de défaut spéculatif aux États-Unis; ICE pour les données sur les écarts de l'indice ICE BofA US High Yield Constrained Index.

## Le secteur de l'énergie

L'énergie est un point central du marché du rendement élevé depuis assez longtemps. Si un investisseur s'était retiré du marché à la fin de 2019 et y était de retour aujourd'hui, la pondération sectorielle ne serait pas très différente, même si la composition a changé.

La période intermédiaire a toutefois été volatile. L'énergie a commencé l'année 2020 en première place des secteurs à haut rendement, mais est passée au cinquième rang à la fin du premier trimestre de 2020 après avoir baissé de près de 40 %.

Une vague de défauts, un afflux d'anges déchus, une reprise du marché des nouvelles émissions et un rendement de près de 55 % pendant les trois derniers trimestres de 2020 ont fait en sorte que l'énergie a repris la première place dans le rendement élevé. Malgré cet aller-retour, il est à noter que l'énergie a été le seul secteur primaire en territoire négatif pour l'ensemble de l'année 2020 (-6,55 %).

**Figure 3 : L'aller-retour du secteur de l'énergie**

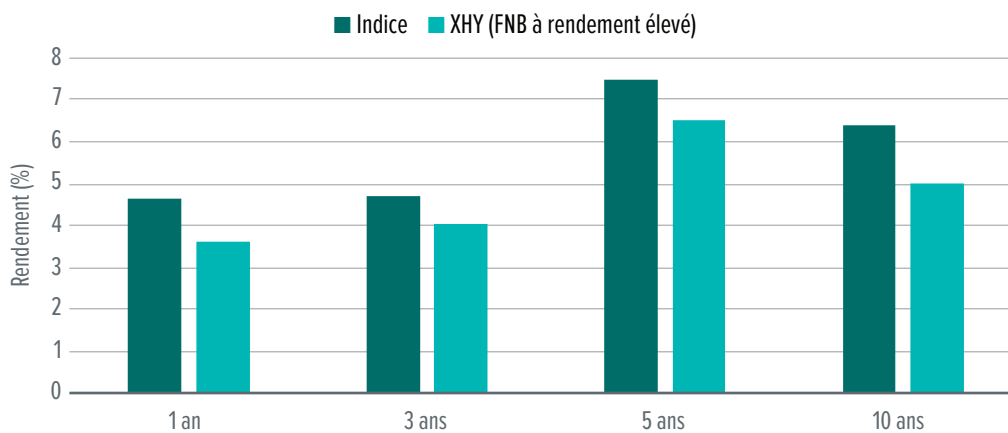
Changement de pondérations des cinq principaux secteurs de l'indice ICE BofA US High Yield Constrained					
Pondération au	31 déc. 2019	Pondération au	31 mars 2020	Pondération au	31 janv. 2021
Énergie	12,5 %	Médias	11,4 %	Énergie	13,2 %
Médias	10,8 %	Soins de santé	10,8 %	Médias	9,3 %
Télécommunications	10,5 %	Télécommunications	10,7 %	Soins de santé	8,9 %
Soins de santé	10,4 %	Industrie de base	10,3 %	Industrie de base	8,6 %
Industrie de base	10,4 %	Énergie	8,8 %	Télécommunications	7,3 %

Source : ICE.

## Point de vue de SEI

Alors que le marché à rendement élevé se rapproche de faibles rendements historiques, nous estimons que la gestion active et notre structure gestionnaire-de-gestionnaires sont essentielles pour naviguer dans un environnement difficile de génération d'alpha. Selon nous, l'approche passive a produit des résultats peu impressionnants pour les investisseurs à long terme (Figure 4).

**Figure 4 : Performance relative des FNB**



Performance mesurée jusqu'au 31 décembre 2020. Indice = indice BoFAML US High Yield Constrained (\$ CA); XHY = indice FNB iShares U.S. High Yield Bond (couvert, \$CA). Sources : Blackrock et ICE.

À l'avenir, il sera important d'éviter les erreurs de crédit. Les taux de défaut des entreprises ont continué de baisser, mais devraient rester supérieurs aux moyennes historiques. Il devrait aussi continuer à avoir des occasions positives pour les étoiles montantes (entreprises à haut rendement qui sont passées au rang de catégorie investissement) et des candidats à l'acquisition, deux événements qui entraînent généralement de forts rendements.

Le secteur de l'énergie — encore une fois le plus important du rendement élevé — a longtemps été le plus sous-pondéré dans notre stratégie, mais ce n'est plus le cas. Nos gestionnaires ont identifié de la valeur dans certains sous-secteurs et crédits, car l'énergie a connu un revirement important.

Nous croyons que le marché des prêts bancaires reste une source viable de valeur relative. De plus, notre cadre de gestionnaire-de-gestionnaires offre une certaine souplesse pour équilibrer les contraintes de capacité que les stratégies à gestionnaire unique plus importantes peuvent difficilement offrir.

## Définition des indices

L'indice **CE BofA US High Yield Constrained** fait le suivi des obligations d'entreprises libellées en dollars américains et de qualité inférieure à investissement, émises publiquement sur le marché national américain, mais plafonne l'exposition aux émetteurs individuels à 2 %.

## Renseignements importants

*Les informations fournies le sont à titre d'information générale et à titre éducatif uniquement et ne constituent pas un avis juridique, fiscal, comptable, un conseil financier ou de placement à propos des Stratégies ou de tout titre en particulier, ni une opinion à l'égard de la pertinence d'un placement. Les informations ne devraient pas non plus être interprétées comme une recommandation quant à l'achat ou à la vente d'un titre, d'un produit dérivé ou d'un contrat à terme. Il n'est pas recommandé d'agir en fonction de l'information contenue dans ce document, à moins d'obtenir expressément un avis juridique, fiscal, comptable et financier auprès d'un professionnel en placement. Le présent document est une évaluation de la situation des marchés à un moment précis et ne constitue pas une prévision d'événements à venir ou une garantie de rendements futurs. Il n'est pas garanti qu'à la date de parution du présent document les titres mentionnés étaient ou non détenus par les Stratégies SEI. Les positionnements et les titres en portefeuille sont sous réserve de changement. Toutes les informations sont en date du 18 février 2021.*

*Le présent document pourrait contenir des «informations prospectives» («IP»). Les IP sont des déclarations se rapportant à des événements, des conditions ou des résultats probables et reposent sur des hypothèses au sujet de conditions économiques et de plan d'action futurs. Les IP sont exposées à divers risques, incertitudes et autres facteurs qui pourraient faire en sorte que les résultats réels diffèrent grandement des attentes explicites ou implicites associées au présent document. Les IP reflètent les attentes actuelles en ce qui concerne les événements actuels et ne sont pas une garantie de rendements futurs. Les IP figurant dans le présent document ou mentionnées à titre de référence sont fournies dans l'unique but de communiquer des attentes actuelles et pourraient ne pas être appropriée dans d'autres circonstances.*

*Bien que les sources externes sur lesquelles se fondent certaines informations fournies sont jugées fiables, SEI ne les garantit pas. Les informations peuvent être incomplètes ou changer sans préavis. Ce document ne peut être reproduit, distribué à une autre partie ou utilisé à d'autres fins.*

*L'investissement comporte des risques, dont le risque de perte en capital. La diversification peut ne pas offrir de protection contre le risque lié au marché. Par ailleurs, d'autres titres non mentionnés peuvent comporter des risques particuliers. Des investissements étroitement ciblés et les petites entreprises présentent généralement une plus grande volatilité. Les placements internationaux peuvent comporter des risques de pertes en capital découlant de fluctuations défavorables de la valeur des devises, de divergences dans les principes comptables généralement reconnus ou de l'instabilité politique ou économique dans d'autres pays. Les marchés émergents*

## Glossaire de termes financiers

**Les écarts corrigés des options** estiment la différence de rendement entre un titre ou un ensemble de titres et des obligations du Trésor comparables après avoir supprimé les effets de toute caractéristique particulière, comme les dispositions qui permettent à un émetteur d'appeler un titre avant l'échéance.

*présentent des risques accrus découlant des mêmes facteurs, en plus de ceux associés à leur faible taille et à leur faible liquidité. Les obligations et les fonds obligataires perdent pour leur part de la valeur quand les taux d'intérêt montent. Les obligations à rendement élevé comportent des risques plus importants que les titres de qualité investissement, en raison de la nature spéculative de leurs investissements. Les produits SEI peuvent utiliser des instruments dérivés tels que les contrats à terme, les contrats à terme de gré à gré, les options, les swaps, les contrats sur différence, les dérivés de crédit, les plafonds, les planchers et les contrats de change à terme. Ces instruments peuvent être utilisés à des fins de couverture ou d'investissement.*

*La valeur d'un investissement et les revenus qui en découlent peuvent aussi bien diminuer qu'augmenter. Les investisseurs peuvent récupérer moins que le montant initial investi. Les rendements peuvent augmenter ou diminuer en raison des fluctuations monétaires. Les rendements passés ne sont pas un indicateur fiable des rendements futurs. L'investissement peut ne pas convenir à tout le monde. Si vous avez le moindre doute sur sa pertinence, vous devez demander l'avis d'un spécialiste.*

*Les rendements indiciaires sont présentés à des fins illustratives uniquement et ne représentent pas des rendements réels. Les rendements indiciaires ne reflètent pas les frais de gestion, les coûts de transaction et autres charges. Les indices ne sont pas gérés et il n'est pas possible d'y investir directement.*

*Il se peut que les stratégies dont il est question ne soient pas toutes disponibles pour que vous y investissiez.*

*Ce document n'est pas destiné aux personnes pour lesquelles (en raison de leur nationalité, de leur résidence ou pour toute autre raison) la publication ou la disponibilité de ce document est interdite. Les personnes auxquelles s'appliquent ces interdictions ne doivent en aucun cas se fier à ces informations.*

*Informations fournies au Canada par Société de placements SEI Canada, le gestionnaire des Fonds SEI au Canada. Des commissions, commissions de suivi, frais de courtage, frais de gestion et autres frais peuvent être associés aux fonds communs de placement. Veuillez lire le prospectus avant d'investir. Les fonds communs de placement ne sont pas garantis, leur valeur fluctue fréquemment et leurs rendements antérieurs peuvent ne pas se répéter.*