



# Une analyse sélective des obligations d'entreprise

October 27, 2017

En dépit de la hausse des taux d'intérêt américains au cours de l'année passée, les obligations d'entreprise ont résisté, en particulier dans la catégorie des titres « high-yield » (haut rendement). Ed Perks, vice-président exécutif et responsable des investissements chez Franklin Templeton Multi-Asset Solutions, fait un tour d'horizon du paysage des obligations d'entreprises et affirme que les investisseurs obligataires ont encore de nombreuses raisons d'être positifs par rapport à cette classe d'actif.



Edward D. Perks, CFA  
Executive Vice President,  
Chief Investment Officer,  
Franklin Templeton Multi-Asset Solutions

## Tour d'horizon économique des États-Unis et contexte du marché

Plusieurs indicateurs économiques américains se sont améliorés depuis le début de l'année. Nous avons constaté une croissance soutenue de l'emploi, des prévisions à la hausse pour le produit intérieur brut, une amélioration graduelle des dépenses des ménages et une embellie de la confiance des ménages. Au cours de la dernière période de publication des bénéfices des entreprises, on a constaté de nombreuses surprises positives.

Face à un contexte de fondamentaux solides pour les grandes entreprises américaines, le marché a jusqu'à présent, et en grande partie, ignoré la controverse secouant la législation américaine sur l'assurance-maladie, la dangereuse et couteuse période des ouragans aux États-Unis et les tensions concernant les ambitions nucléaires de la Corée du Nord.

En termes de politique monétaire, les États-Unis et les marchés financiers mondiaux ont retrouvé des niveaux de stabilité qui, selon nous, ne justifient plus l'utilisation d'outils de politique monétaire agressifs ou peu conventionnels. Ces outils ont répondu à l'objectif établi lors de la crise financière mondiale de 2007-2009.

Cela dit, la décision de la Fed d'alléger son bilan, à la suite d'années de politiques d'assouplissement non-conventionnelles, met en évidence ce cadre atypique. Il n'existe pas de précédent historique sur lequel le marché peut se reposer pour savoir comment réagir face à ces mesures.

Comme de nombreux investisseurs, nous considérons que les mesures politiques adoptées en 2017 par la Réserve fédérale américaine (la Fed) témoignent de sa conviction que l'économie peut désormais croître sans le soutien permanent des banques centrales. Nous pensons également que la Fed a signalé ses intentions politiques de manière suffisamment claire, ainsi une chute incontrôlée du marché de la dette, similaire à celle de 2013, semble peu probable.

L'environnement politique à Washington, D.C., reste également difficile. Plusieurs des politiques économiques axées sur la croissance promises par l'administration du Président américain Trump ont mis du temps à se développer.

Toutefois, nous espérons que d'éventuels changements positifs viendront. Nous continuons de privilégier certains fondamentaux d'entreprise, le contexte économique de base et les tendances de croissance séculière à plus grande échelle. En outre, le moindre progrès réalisé en matière de politiques américaines, que ce soit une réforme fiscale majeure, une déréglementation du système financier ou les dépenses en infrastructure, pourrait dynamiser davantage le marché actions américain, actuellement proche de ses plus hauts historiques.

Selon notre analyse, les fondamentaux économiques favorisent encore d'excellentes perspectives pour les bénéfices des entreprises.

Avec une évaluation positive des fondamentaux économiques, les conditions de crédit nous paraissent favorables. Les taux d'intérêt restent bas, les bilans des entreprises sont en général robustes et les coûts du service de la dette paraissent soutenables. Les marchés semblent encore réceptifs aux offres de dette. En même temps, nous estimons que les investisseurs devraient envisager de se préparer à une hausse de la volatilité, à la suite d'une période exceptionnellement calme pour les marchés financiers mondiaux dans l'ensemble.

### **Tendances favorables pour les obligations « high-yield »**

Au troisième trimestre, les données économiques continuent d'être favorables aux marchés obligataires. Les titres de crédits à plus hauts rendements, ne se situant pas dans la catégorie « investment grade » continuent de plaire aux investisseurs sur la base de fondamentaux solides. Par exemple, les défauts des obligations « high-yield » étaient en baisse en 2017 et semblaient confirmer les prévisions que d'importantes agences de notation avaient émises plus tôt dans l'année. En outre, cette catégorie d'actif a continué de générer un rendement moyen exceptionnel par rapport aux obligations de type « investment grade ».

Le récent rebond des prix d'une large gamme de ressources naturelles, conjugué à une économie mondiale plus forte, a contribué à améliorer le bilan des entreprises associées aux matières premières. Cela a entraîné une vague de relèvement des notes de crédit pour plusieurs sociétés des secteurs miniers et de l'énergie.

Les dernières améliorations de notations ont fait grimper le cours des obligations, et ont permis à certaines entreprises d'emprunter à plus faible coût. Par exemple, la valeur de certaines obligations d'entreprise « high-yield » dans l'exploration et la production pétrolières et gazières a été dopée à mesure que les prix du pétrole dépassaient leurs coûts de production. En conséquence, nous avons constaté une baisse des risques de défaut, ainsi qu'une capacité accrue de générer des flux de trésorerie nette et de rembourser les dettes.

Entre-temps, les obligations d'entreprise du secteur de la santé ont affaibli le marché au cours du troisième trimestre. Au sein de ce groupe, les hôpitaux et les opérateurs des centres de soins ont été les plus gros détracteurs.

Au sein du marché des obligations d'entreprise, la surperformance des titres « high-yield » par rapport aux obligations de type « investment grade » depuis le début de l'année a entraîné une contraction des écarts de crédit par rapport aux moyennes à long terme. Nous pensons que cela limite donc l'appréciation du capital à l'avenir.

Plusieurs émetteurs d'obligations « high-yield » de type « non-investment grade » semblent garder la forme. De telles entreprises possèdent en général des bilans robustes selon les normes historiques. Le faible niveau des taux d'intérêt ainsi que la réduction des coûts des capitaux se sont révélés utiles. Toutefois, il est important de remarquer que les niveaux de levier ont augmenté au fur et à mesure de l'avancement du cycle actuel.

Dans les cycles de marché précédents, nous avons observé des émissions de dette principalement pour des acquisitions, rachats et dividendes. Jusqu'à présent en 2017, les émissions étaient davantage axées sur le refinancement des dettes existantes et l'extension des échéances à maturité.

Nous avons continué d'anticiper, avec une certaine prudence, une stabilité de cette classe d'actifs, en dépit de valorisations élevées des titres « high-yield » fin septembre, et en l'absence d'un mouvement de vente sur le marché actions. Avec les rendements comme moteur principal de performance, toutefois, il se peut que ces titres de créance soient plus atones à l'avenir que ce que nous avons pu voir en 2016 ou aujourd'hui.

Toutefois, nous n'entrevoions encore aucun signe annonciateur d'une détérioration majeure du crédit, du moins à court/moyen terme. Les taux de défaut sont restés faibles. Nous pensons qu'une amélioration soutenue de l'économie mondiale et des États-Unis devrait continuer à soutenir cette tendance. Nous pensons qu'il existe actuellement des niveaux de valorisations intéressants dans certaines poches de l'univers « high-yield » américain, nous restons sélectifs et pleinement conscients des risques qui sont inévitablement liés dans des conditions de marché si fluctuantes.

## **Gestion active des risques**

Plus les marchés sont en hausse, plus les risques sont inévitablement élevés, et plus nous devons les surveiller à chaque étape du processus. À l'avenir, les risques majeurs comprennent le changement de politique de la Fed alors qu'elle fait sa transition vers un cadre de politique monétaire plus traditionnel et durable, une augmentation trop rapide de l'inflation ou des tensions géopolitiques.

Ces derniers mois, notre focalisation sur la sélectivité a mis en relief des changements dans notre façon de gérer le risque au sein de notre exposition « high-yield ». Nos efforts se concentrent désormais essentiellement sur l'élimination du risque d'allocation de classe d'actif pour un risque plus idiosyncratique, avec des expositions à des opportunités d'investissement ciblées au sein du marché « high-yield » que nous continuons à trouver attrayants.

Des fondamentaux du marché robustes ont comprimé la valeur relative au sein de la classe d'actifs « high yield ». Nous nous sommes donc efforcés de réduire certaines expositions de notre portefeuille que nous considérons comme moins attrayantes tout en nous concentrant sur ce que nous considérons comme des opportunités à forte conviction. Nous préférons également un positionnement spécifique aux obligations dans des échéances à court et moyen terme qui, à notre avis, offrent un meilleur potentiel risque/performance au point actuel des cycles économiques, des entreprises et du crédit.

Nous continuons à observer l'ensemble des structures de capitaux des entreprises, à la recherche des investissements les plus attrayants parmi les actions versant des dividendes et parmi de nombreux types d'obligations. Si et quand les taux d'intérêt américains augmenteront de manière plus substantielle, nous nous attendons à ce que les entreprises continuent d'évaluer et de modifier leurs structures de capitaux. Ceci pourra alors créer de nouvelles opportunités d'investissement sur lesquelles nous pourrions capitaliser grâce à notre approche flexible d'identification de valeur relative.

*Les commentaires, les opinions et les analyses présentés dans ce document reflètent un point de vue personnel du gérant et sont fournis à titre d'information uniquement. Ils ne constituent pas des conseils d'investissement individuels, une recommandation à acheter, vendre ou détenir un titre ou à adopter une stratégie d'investissement particulière. Ils ne constituent pas un conseil d'ordre juridique ou fiscal. Les renseignements contenus dans ce document sont valables à leur date de publication, peuvent changer sans préavis et ne constituent pas une analyse complète de tous les événements substantiels survenant dans les divers pays, régions, marchés ou investissements.*

*Les données de tierces parties peuvent avoir été utilisées dans la préparation de ce document, et Franklin Templeton Investments (« FTI ») n'a pas vérifié, validé ni audité de manière indépendante ces données. FTI décline toute responsabilité quant aux éventuelles pertes résultant de l'utilisation de ces informations, et la pertinence des commentaires, analyses et opinions présents dans cet article est laissée à la seule appréciation de l'utilisateur. Les produits, services et informations peuvent ne pas être disponibles dans toutes les juridictions et sont fournis par les sociétés affiliées de FTI et/ou leurs distributeurs, dans la mesure où la réglementation/législation locale l'autorise. Veuillez consulter votre conseiller financier pour toute information supplémentaire sur la disponibilité des produits et services dans votre juridiction.*

Recevez directement toutes les perspectives de Franklin Templeton Investments. Abonnez-vous au blog Beyond Bulls & Bears.

Pour des informations abrégées sur l'investissement, suivez-nous sur Twitter @FTI\_Globalet sur LinkedIn.

## **Quels sont les risques ?**

**Tout investissement comporte un risque, notamment celui de ne pas récupérer le capital investi. La valeur des investissements peut fluctuer à la baisse comme à la hausse et les investisseurs ne sont pas assurés de récupérer la totalité de leur mise initiale.** Les prix des obligations évoluent généralement dans le sens opposé des taux d'intérêt. Ainsi, lorsque les taux d'intérêt augmentent, la valeur d'un portefeuille obligataire peut reculer. La valeur d'une obligation peut varier en fonction de l'assise financière de son émetteur ou de sa note de solvabilité. Les prêts à taux variable sont des instruments à plus fort rendement et de qualité plus faible, qui présentent un risque de défaut accru et peuvent donner lieu à une perte du principal. Ces instruments présentent un risque de crédit plus important que les titres investment grade. Les cours des actions fluctuent, parfois rapidement et de façon spectaculaire, en raison de facteurs qui influent sur les entreprises individuelles, des industries ou secteurs particuliers ou de la conjoncture générale du marché.