

Les marchés des obligations de sociétés

Une catégorie d'actifs inefficace

Mars 2025

Sommaire

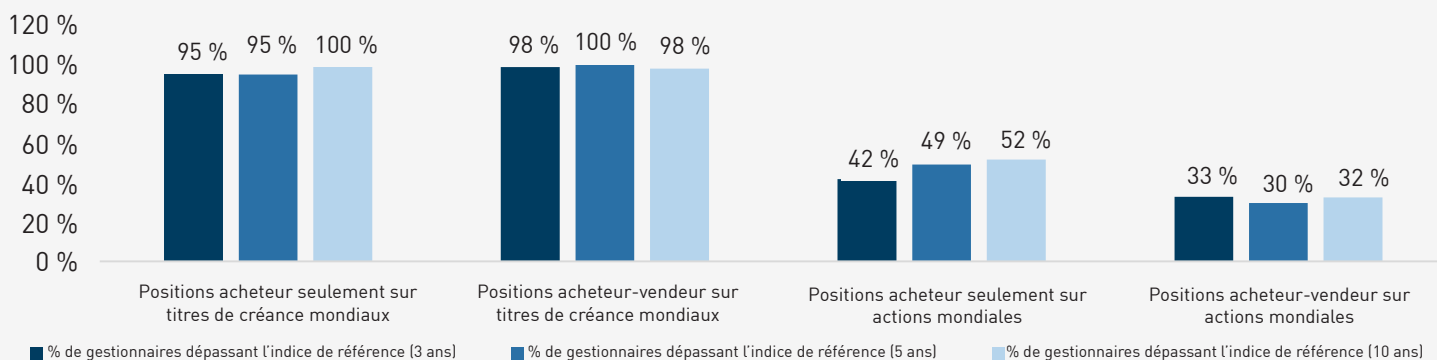
- Certaines caractéristiques des marchés des obligations de sociétés rendent cette catégorie d'actifs unique, et certainement différente du marché des actions.
- Dans ce livre blanc, nous abordons les caractéristiques particulières des obligations et les occasions qui existent pour les gestionnaires actifs et flexibles.
- Bien qu'il puisse être logique pour les investisseurs d'investir passivement dans des marchés efficaces et transparents comme celui des actions, nous pensons qu'il existe de solides arguments en faveur de la gestion active des obligations de sociétés.

Pourquoi les marchés des obligations de sociétés?

Les obligations de sociétés peuvent être des placements attrayants, offrant aux investisseurs la sécurité d'un revenu fixe ainsi qu'un rendement supplémentaire par rapport aux obligations d'État ou provinciales. Dans un contexte de faible rendement des obligations d'État, la proposition de valeur des obligations de sociétés peut être particulièrement attrayante. Dans les pages qui suivent, nous montrerons que les marchés des obligations de sociétés sont inefficaces à quatre égards : ils sont opaques, de nombreux titres différenciés peuvent se négocier à des valorisations très différentes, les investisseurs non économiques sont nombreux et les indices des obligations de sociétés ont un taux de rotation très élevé. Nous pensons que ces inefficacités rendent la catégorie d'actifs encore plus attrayante, car elles offrent des occasions de négociation rentables pour les gestionnaires actifs.

Contrairement aux gestionnaires d'actions, les gestionnaires de titres à revenu fixe ont de solides antécédents de rendement supérieur à celui de l'indice de référence passif

% de gestionnaires dépassant l'indice de référence



Source : eVestment. Données en date du 28 février 2025.

Indice de référence : Titres à revenu fixe = indice Bloomberg Barclays Global Aggregate Corporate Bond; actions = indice MSCI Monde.

Le marché des obligations de sociétés est opaque

La meilleure façon de l'envisager est de considérer la manière dont les actions sont achetées et vendues par rapport aux obligations de sociétés. Prenons l'exemple de la société canadienne d'oléoducs Enbridge Inc. Les actions ordinaires d'Enbridge Inc. se négocient à la Bourse de Toronto chaque jour entre 9 h 30 et 16 h. Le cours de l'action est transparent, que l'investisseur soit un petit investisseur, un particulier fortuné ou une institution. Après chaque opération sur le titre, les renseignements sont largement diffusés à toutes les parties intéressées au moyen de plateformes telles que Bloomberg, Reuters ou Google Finance.

Les obligations de sociétés se négocient de façon très différente. Les obligations de sociétés ne se négocient pas de manière centralisée; elles changent de propriétaire à la suite de négociations bilatérales entre les parties concernées. Dans la pratique, ces négociations se déroulent soit par téléphone, soit de plus en plus au moyen d'un clavardoir en ligne. L'acheteur et le vendeur sont les seuls participants au marché qui savent ce qui a été négocié et à quel prix. Divers types d'investisseurs peuvent se voir offrir des prix différents, car les teneurs de marché fixent les prix à leur gré. Dans la pratique, il est fort possible que les investisseurs institutionnels soient en mesure d'obtenir une meilleure exécution que les autres types d'investisseurs, en raison de leur taille et de l'importance de la relation qu'ils entretiennent avec la banque ou le fournisseur de liquidités.

Il existe une certaine transparence après l'exécution d'une opération, mais la transparence est au mieux partielle. Aux États-Unis, la Financial Industry Regulatory Authority (« FINRA ») exige que toutes les opérations portant sur des obligations de sociétés soient déclarées dans les quinze minutes suivant leur exécution. Les renseignements sélectionnés, mais incomplets, sont ensuite diffusés sur Bloomberg et peuvent être consultés par tous les participants au marché.¹ Ailleurs, la transparence est moindre. Au Canada, la déclaration de toutes les opérations compensées par la Caisse canadienne de dépôt de valeurs (la « CDS ») est retardée. Cette déclaration n'est communiquée qu'aux souscripteurs. Lorsqu'une obligation de société se négocie plus d'une fois au cours de la journée, les opérations sont déclarées aux souscripteurs le jour suivant. Lorsqu'une obligation de société se négocie une seule fois ce jour-là, l'opération est déclarée deux semaines plus tard. Encore une fois, même en cas de déclaration le jour suivant, les renseignements communiqués sont incomplets.

Caractéristiques de l'indice de référence des marchés des actions par rapport à celui des marchés des obligations de sociétés

	Actions	Titres à revenu fixe
Marché centralisé	✓	X
Transparence en matière de fixation du prix	✓	X
Déclaration à la suite de l'opération	✓	X
Égalité en matière de fixation du prix	✓	X

La façon dont les obligations de sociétés changent de propriétaire favorise les investisseurs disposant d'une expertise en matière d'obligations de sociétés, de bonnes connexions et de relations de longue date. Il est probable que ces investisseurs disposent d'un meilleur accès à l'information, à la fixation du prix et à la liquidité. En retour, cela peut contribuer à une meilleure exécution et procurer des avantages en matière de gestion du risque au moyen d'un ajustement du portefeuille.

¹La taille de l'opération réalisée fait l'objet d'une communication limitée. En revanche, le prix et l'écart de crédit sont communiqués.

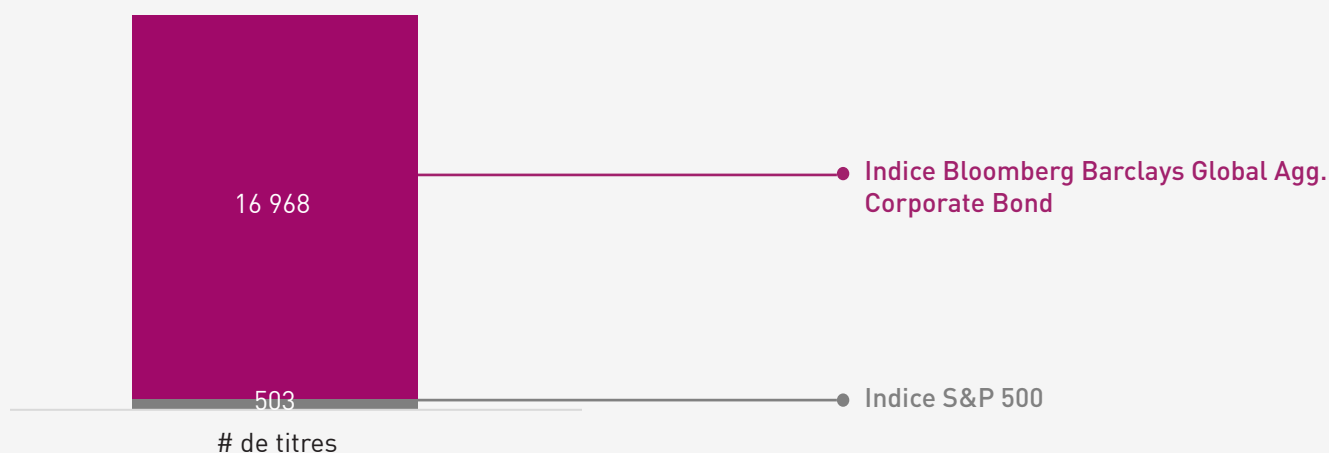
En matière d'obligations de sociétés, la sélection des titres a de l'importance

En général, les sociétés ouvertes, quelle que soit leur taille, sont capitalisées au moyen d'une seule action. Parfois, une société peut être inscrite à la cote de deux bourses, mais la décision est souvent sans objet lorsqu'il s'agit de choisir des actions. Si vous recherchez une exposition à la société, vous n'avez qu'un seul titre à acheter. Toutefois, dans le domaine des obligations de sociétés, une société donnée peut offrir des dizaines de titres individuels présentant des caractéristiques différentes.

Par exemple, la Banque Toronto-Dominion (« TD ») offre 161 obligations d'une taille d'émission supérieure à 100 millions dans 9 monnaies. Cette sélection de titres comprend des obligations sécurisées (titres garantis par des hypothèques de premier rang), des obligations de premier rang et des dettes subordonnées. De plus, 8 actions privilégiées sont assimilables à des obligations à certains égards. Au moment de choisir le titre dans lequel investir, vous devez donc tenir compte de votre niveau de confort dans la structure du capital, du coupon pour lequel vous recevez un paiement en échange de ce risque de crédit, ainsi que des protections dont vous disposez en cas de difficultés financières. Vous devez également tenir compte de la liquidité de l'instrument que vous détenez, ainsi que d'autres caractéristiques comme la monnaie d'émission et le type de coupon (fixe ou variable).

Du point de vue des placements, ce large choix peut créer des occasions. Parmi les titres de créance d'une société, certains titres peuvent présenter un prix attrayant compte tenu du risque, et d'autres un prix élevé compte tenu du risque. Le travail du gestionnaire actif consiste à passer au crible les titres de créance et à repérer les bons titres à acheter et ceux à éviter. C'est pourquoi nous affirmons que la sélection des titres a de l'importance en matière d'obligations de sociétés, alors qu'elle est sans importance sur le marché des actions.

La sélection des titres a de l'importance en matière d'obligations de sociétés, alors qu'elle est sans importance sur le marché des actions



Source : Bloomberg. Données en date du 21 mars 2025.

En raison de l'abondance de titres offerts par de nombreux émetteurs, il arrive souvent que certaines obligations soient relativement bon marché et que d'autres soient relativement chères. Toutefois, pour de nombreuses raisons, la plupart des investisseurs en obligations ne peuvent pas en profiter. Voici certaines de ces raisons :

- Les investisseurs sont généralement limités à leur monnaie « nationale ».
- Souvent, les investisseurs ne peuvent détenir que des « positions acheteur », de sorte qu'ils ne peuvent pas profiter de la vente à découvert de titres coûteux.
- Comme la plupart des investisseurs ne disposent pas des outils permettant de gérer le risque de taux d'intérêt, ils ne peuvent investir que dans une sélection d'obligations dont les échéances dépendent de leur tolérance au risque de taux d'intérêt.

Dans le domaine des titres à revenu fixe, les investisseurs non économiques en obligations sont nombreux

Selon certaines estimations, près de la moitié des obligations à l'échelle mondiale sont détenues par des « investisseurs non économiques », c'est-à-dire des investisseurs motivés par des critères autres que la valeur.²

Par exemple, les banques centrales ont toujours acheté des obligations à des fins de gestion des résultats économiques, qu'il s'agisse de la monnaie, de l'inflation ou de la croissance. Ces dernières années, plusieurs banques centrales sont allées plus loin en achetant des obligations de sociétés. Dans le cadre du programme d'achat d'obligations de sociétés (« CSPP »), la Banque centrale européenne (« BCE ») a dépensé plus de 175 milliards de 2016 à 2018 dans l'achat d'obligations de sociétés, dans le but de réduire les coûts d'emprunt des sociétés européennes afin de promouvoir la croissance économique. La BCE a participé à toutes les opérations qui respectaient un ensemble de règles ^{simples}³, sans tenir compte des ratios de couverture, des ratios emprunts / capitaux propres, de l'utilisation du produit ou des plans de gestion. Cela a conduit à des placements particulièrement mauvais, par exemple le placement de la BCE dans Steinhoff, dont les obligations sont passées de 100 \$ à 50 \$ dans les six mois suivant leur émission.

Les sociétés d'assurance considèrent généralement que la production de revenus prévisibles est une caractéristique importante des placements axés sur le passif. Cela s'explique en grande partie par des raisons comptables. Par conséquent, de nombreuses sociétés d'assurance se concentrent sur le rendement du portefeuille à titre de cible la plus importante, plutôt que sur le rendement total. En d'autres termes, il est possible que ces investisseurs achètent les obligations dont les coupons sont les plus élevés, plutôt que les obligations de sociétés qui offrent la meilleure valeur.

En réalité, même pour les investisseurs en obligations qui ne sont pas des « investisseurs non économiques », il est probable que la majorité d'entre eux soient fortement limités par un mandat de placement restrictif. La plupart des investisseurs en obligations sont assujettis à des règles strictes qui restreignent les titres dans lesquels ils peuvent investir ou non. Ils sont souvent limités par les notations et se restreignent aux titres qui font partie de l'indice général. Ce manque de souplesse peut conduire à des décisions de placement sous-optimales. En vérité, lorsqu'il s'agit d'investir dans des obligations de sociétés, rares sont les gestionnaires qui se concentrent sur la valeur. Cela signifie que la souplesse et l'absence de contrainte de certains gestionnaires leur permettent de rechercher de la valeur là où ils la détectent, en profitant des actions limitées des autres.

²Estimation réalisée par PIMCO, « Bonds are Different: Active versus Passive Management in 12 Points », avril 2017.

³Pour être éligibles, les obligations de sociétés devaient être 1) constituées dans la zone euro et libellées en euros, 2) non financières, 3) de première qualité avec une échéance comprise entre 6 mois et 31 ans, et 4) non adossées à des actifs ou à des titres structurés.

Le rééquilibrage de l'indice de référence offre des occasions de négociation

Il existe un flux constant de nouvelles émissions d'obligations de sociétés, à mesure que les sociétés refinancent les opérations existantes qui arrivent à échéance, ou qu'elles émettent des titres de créance afin de procéder à des acquisitions ou de financer leurs activités. Cette activité d'émission (le « marché primaire ») représente jusqu'à environ 20 % de la capitalisation du marché des obligations chaque année. Par conséquent, la forte présence d'un gestionnaire actif sur le marché des nouvelles émissions peut contribuer de façon significative au rendement, si ce gestionnaire est en mesure de repérer avec précision les nouvelles émissions dont les concessions sont attrayantes.

De plus, à mesure que les anciennes obligations arrivent à échéance et que de nouvelles obligations sont émises, la composition de l'indice évolue. Les gestionnaires d'obligations dont le travail consiste à égaler ou à suivre de près l'indice doivent rééquilibrer continuellement leurs portefeuilles afin de s'assurer qu'ils continuent à suivre l'indice. Leur travail ne consiste pas à trouver des placements de valeur, mais simplement à reproduire un panier de l'univers global. Cela peut représenter pour les gestionnaires actifs une occasion supplémentaire d'ajouter de la valeur en procurant des liquidités à ces investisseurs.

	Marché des actions	Marché des obligations
Nouvelles émissions par année	0,9 %	17,5 %
Rotation de l'indice par année	4,4 %	40,0 %
Fréquence de rééquilibrage	Trimestrielle / annuelle	Quotidienne

Conclusion

Bien que les marchés mondiaux des obligations de sociétés soient liquides et parvenus à maturité, ils se caractérisent par une inefficacité importante. Cette inefficacité découle en partie de la nature des titres sous-jacents, et en partie des contraintes imposées à la grande majorité des investisseurs en obligations à l'échelle mondiale. Cette inefficacité représente une occasion pour les investisseurs actifs et experts en obligations, dont la compétence et la souplesse leur permettent d'en tirer parti. À titre d'illustration, contrairement aux gestionnaires d'actions, les gestionnaires d'obligations actifs ont toujours été en mesure d'afficher un rendement supérieur à celui des indices de référence passifs, déduction faite des frais.

Renseignements importants

Les renseignements figurant dans les présentes sont fournis à titre informatif seulement. Ils ne tiennent pas lieu de conseils financiers, juridiques, comptables ou fiscaux, de conseils de placement ou autres, et personne ne devrait utiliser ce contenu ou s'y fier à cet égard sans obtenir les conseils professionnels appropriés. Les renseignements proviennent de sources jugées fiables, bien que leur exactitude ou exhaustivité ne soit pas garantie, et RP Investment Advisors LP (« RPIA ») n'assume aucune responsabilité ou obligation de quelque nature que ce soit en les fournissant. Des modifications peuvent être apportées aux renseignements fournis et RPIA n'est aucunement tenue de communiquer les révisions ou les mises à jour des renseignements présentés. Sauf indication contraire, tous les renseignements proviennent de RPIA. Le présent document ne constitue pas le fondement d'une offre ou d'une sollicitation d'achat ou de vente de titres. Les produits et services de RPIA ne sont offerts que dans les territoires où ils peuvent être légalement offerts et aux investisseurs qui y sont admissibles en vertu des lois et règlements applicables. Les « énoncés prospectifs » reposent sur des hypothèses formulées par RPIA à l'égard de ses opinions et stratégies de placement dans certaines conditions de marché et sont assujettis à un certain nombre de facteurs atténuants. La conjoncture économique et les conditions du marché sont susceptibles de changer, ce qui peut avoir une incidence importante sur les événements futurs réels et, par conséquent, sur les points de vue de RPIA, sur le succès des stratégies prévues par RPIA ainsi que sur sa ligne de conduite réelle.