

# Au-delà des cotes...

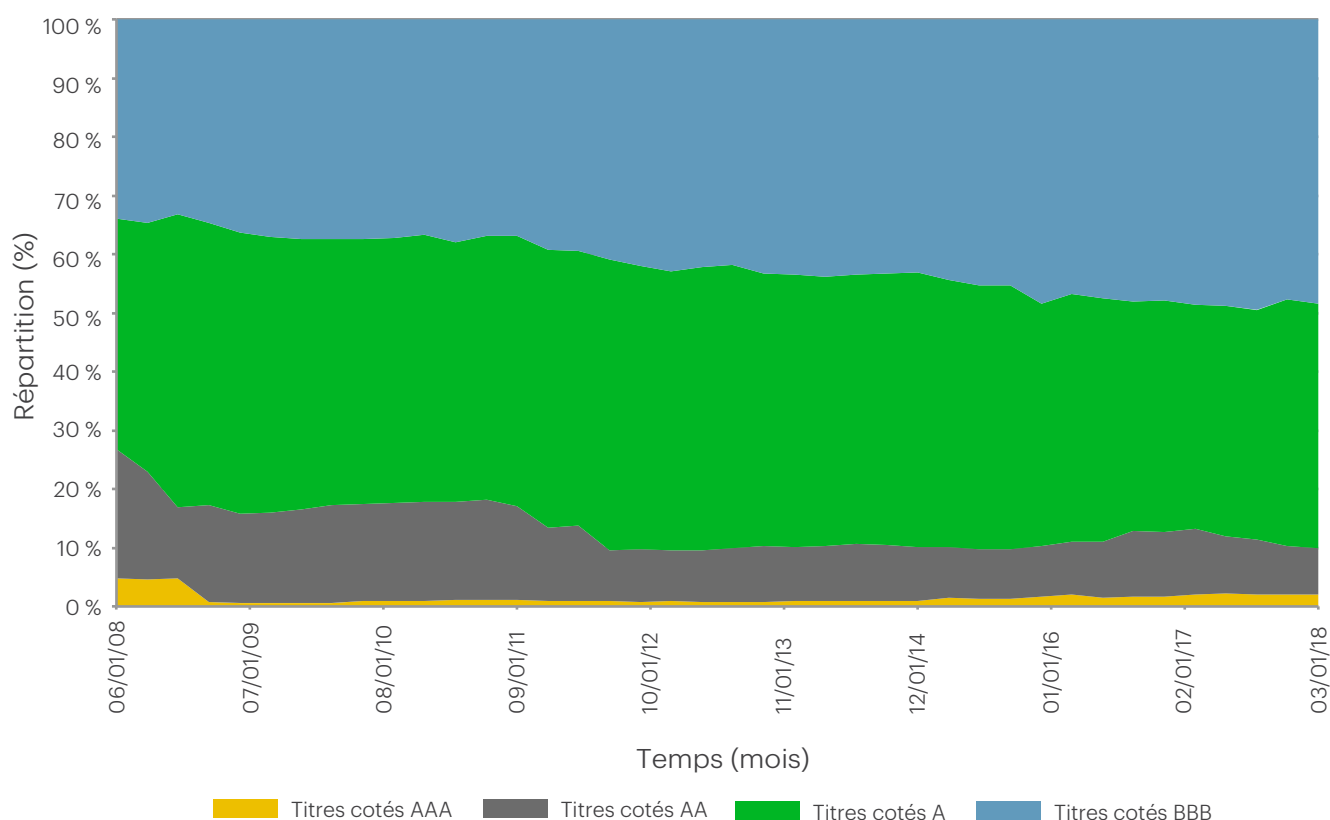
Scott Colbourne, CFA, Directeur général | Ralph A. DeCesare, CFA, CAIA, Vice-président et directeur  
Benjamin Chim, CFA, Vice-président et directeur | Eric R. Schure, Associé

## Pourquoi le risque du marché des obligations de sociétés a-t-il augmenté au-delà de ce que les cotes indiquent?

Le marché des obligations de sociétés de première qualité est en pleine expansion, et son rythme de croissance, qui approche de niveaux records, mérite qu'on s'y attarde. L'indice Bloomberg Barclays des obligations de sociétés américaines, qui représente le marché américain des obligations de sociétés, est évalué à plus de 5 000 G\$, ce qui est proche de son sommet record et dépasse largement les 2 000 G\$ atteints en 2008. Une analyse de l'indice montre que le segment des titres cotés BBB a connu une forte croissance et représente aujourd'hui plus de la moitié du marché des obligations de sociétés. Le présent document examine la croissance observable du segment des obligations cotées BBB ainsi que les conséquences de l'expansion de celui-ci, et donne un aperçu de la façon dont GPTD reconnaît les instruments de crédit de qualité en vue de leur inclusion dans les portefeuilles et les fonds qu'elle gère.

L'expansion du marché des obligations de sociétés peut s'expliquer par le contexte de faiblesse prolongée des taux d'intérêt et le traitement fiscal avantageux des frais d'intérêts. Ces facteurs ont entraîné un accroissement du niveau d'endettement des entreprises en raison des émissions d'obligations, lesquelles servent par la suite à financer des rachats d'actions dans le but de relever les cours des actions des entreprises. Il en résulte une détérioration des cotes de crédit des entreprises au fil du temps et une expansion graduelle du segment des obligations de sociétés cotées BBB.

Illustration de l'expansion graduelle du segment des titres de sociétés cotés BBB



Période : de juin 2008 à mars 2018.  
 Source : Bloomberg Finance L.P. (Juin 2018)

## Les titres cotés BBB sont-ils plus nombreux à tenir pleinement compte des risques?

On pourrait croire que l'expansion du segment des obligations cotées BBB est tout simplement le résultat de la migration du crédit, c'est-à-dire le passage de sociétés mieux cotées (AAA, AA et A) vers le segment des titres cotés BBB, mais notre analyse nous a permis de dresser un constat plus nuancé, à savoir que les titres cotés BBB sont plus faibles que dans le passé.

Lors de l'analyse du segment des obligations de sociétés de première qualité sur une période de 10 ans (de 2007 à 2017), nous avons observé un changement important dans la qualité des paramètres financiers associés aux cotes de crédit attribuées aux obligations de sociétés; c'est clairement le cas du ratio *dette nette/BAIIA*<sup>1,2</sup>, médian des entreprises au sein d'une catégorie de notation donnée. Le ratio *dette nette/BAIIA* (bénéfice avant intérêts, impôts et amortissements) est largement utilisé pour évaluer le montant de la dette d'une entreprise par rapport à ses flux de trésorerie.

<sup>1</sup> Aux fins du présent document, le ratio dette nette/BAIIA médian est utilisé comme indicateur de base de la qualité du crédit afin d'analyser les tendances générales au sein du marché du crédit.

<sup>2</sup> Le ratio dette nette/BAIIA est un ratio financier important utilisé dans l'évaluation de la solvabilité d'une entreprise par les agences de notation et lors d'acquisitions financées par emprunt. Il indique également la capacité d'une entreprise à rembourser sa dette, compte non tenu des intérêts, des impôts et des amortissements.

Plus le ratio est élevé, plus l'entreprise est endettée, toutes choses étant égales par ailleurs. En règle générale, une obligation cotée BBB aura un ratio dette nette/BAIIA plus élevé qu'une obligation cotée A ou AA. Le tableau présenté ci-dessous corrobore notre explication : en 2012, le ratio dette nette/BAIIA médian était de 2,7 pour une obligation de société cotée BB, tandis qu'il était de 2,2 et de 1,3 respectivement pour les obligations cotées BBB et A. C'est logique : plus le montant de la dette est élevé par rapport aux flux de trésorerie, plus le profil de crédit sera faible.

Ratio dette nette/BAIIA médian annuel des obligations selon leur cote de crédit, sur 10 ans

Ratio dette/BAIIA											
	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
BB	3,6	3,3	3,2	3,0	2,8	2,7	2,7	2,6	2,7	2,5	2,6
BBB	2,8	2,7	2,6	2,3	2,2	2,2	2,2	2,2	2,3	2,2	2,0
A	1,6	1,5	1,3	1,1	1,2	1,3	1,3	1,4	1,3	1,3	1,2
AA	1,6	1,6	1,0	0,7	0,6	0,6	0,9	0,8	0,8	0,7	0,5

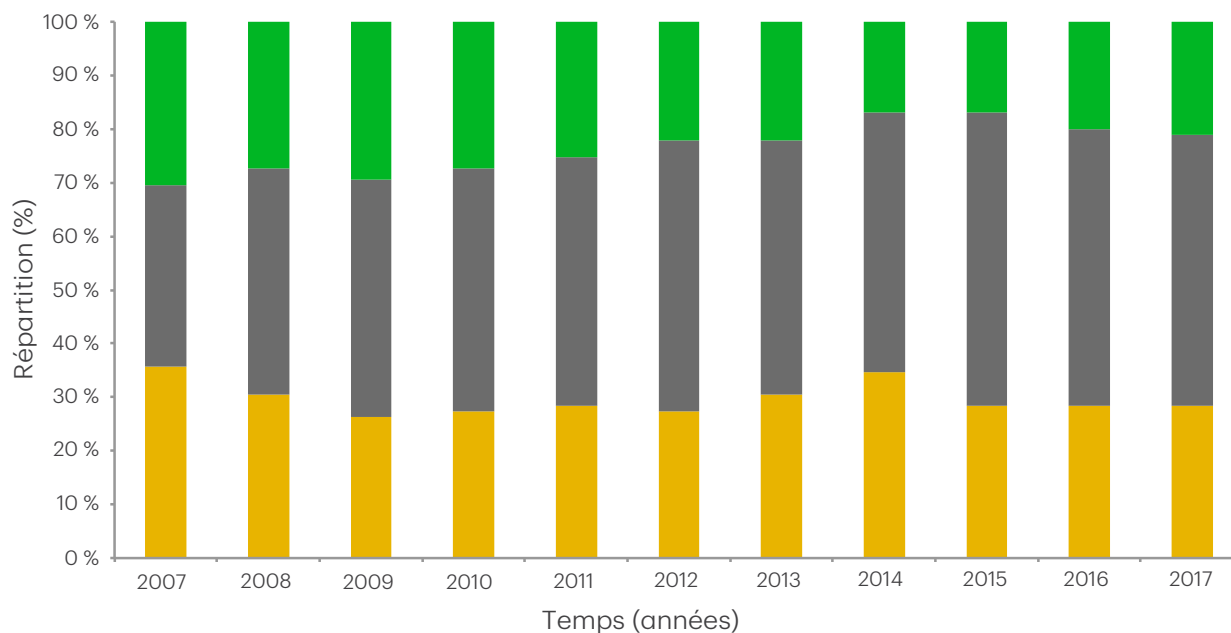
Source : S&P Capital IQ. Juin 2018.

Nous avons toutefois remarqué que ces médianes se sont éloignées de leurs fourchettes à long terme : ce qui était autrefois approprié pour une entreprise de qualité inférieure (cotée BB) est devenu la norme pour une société de première qualité (BBB). Revenons au tableau. Vous remarquerez que le ratio dette nette/BAIIA des obligations de sociétés cotées BBB est demeuré stable à 2,2 entre 2011 et 2013 jusqu'à ce qu'il augmente récemment. Il est maintenant de 2,8, un niveau qui aurait valu une cote de crédit de BB il y a 10 ans.

## Ce qu'une analyse plus poussée révèle

Alors comment peut-on expliquer ce changement au niveau de la qualité? Elle n'est pas imputable à un affaiblissement des cotes au sein de la catégorie, puisqu'un titre coté BBB peut être classé BBB+ ou BBB-. Y a-t-il une tendance à la baisse des cotes dans la catégorie des titres BBB? Non, rien ne nous porte à le croire, car le nombre de titres cotés BBB+/BBB/BBB- reste pratiquement inchangé au fil du temps. Le graphique ci-dessous illustre la dispersion des cotes au sein du segment des obligations cotées BBB. Lors de notre analyse, nous avons pris soin de tenir compte de l'incidence des modifications de cotes qui se seraient produites avec le temps. Même les entreprises qui ont conservé une cote de BBB au cours des 10 dernières années ont accru leur niveau d'endettement.

Illustration de la dispersion des cotes au sein du segment des titres cotés BBB sur 10 ans



Source : Bloomberg Finance L.P. (Juin 2018)

■ BBB+ ■ BBB ■ BBB-

Une autre question s'est posée : ce phénomène est-il propre à un secteur donné? Dans le secteur de l'énergie, la baisse des prix du pétrole observée entre 2015 et 2017 a eu un effet sur le niveau d'endettement des sociétés énergétiques, la forte baisse des prix ayant nui à leurs bénéfiques (le « B » dans BAIIA). Cependant, notre examen a révélé une hausse de l'endettement dans chaque secteur considéré dans son ensemble.

Le tableau à droite illustre la variation moyenne sur cinq ans du ratio dette nette/BAIIA de chaque secteur dans le segment des obligations cotées BBB. Nous constatons que l'augmentation de l'endettement est généralisée.

Secteur	Var. moy. sur 5 ans
Soins de santé	1,01
Énergie	0,97
Télécommunications	0,88
Consommation discrétionnaire	0,68
Consommation de base	0,66
Technologies de l'information	0,64
Matériaux	0,51
Produits industriels	0,27

Source : S&P Capital IQ. Juin 2018.

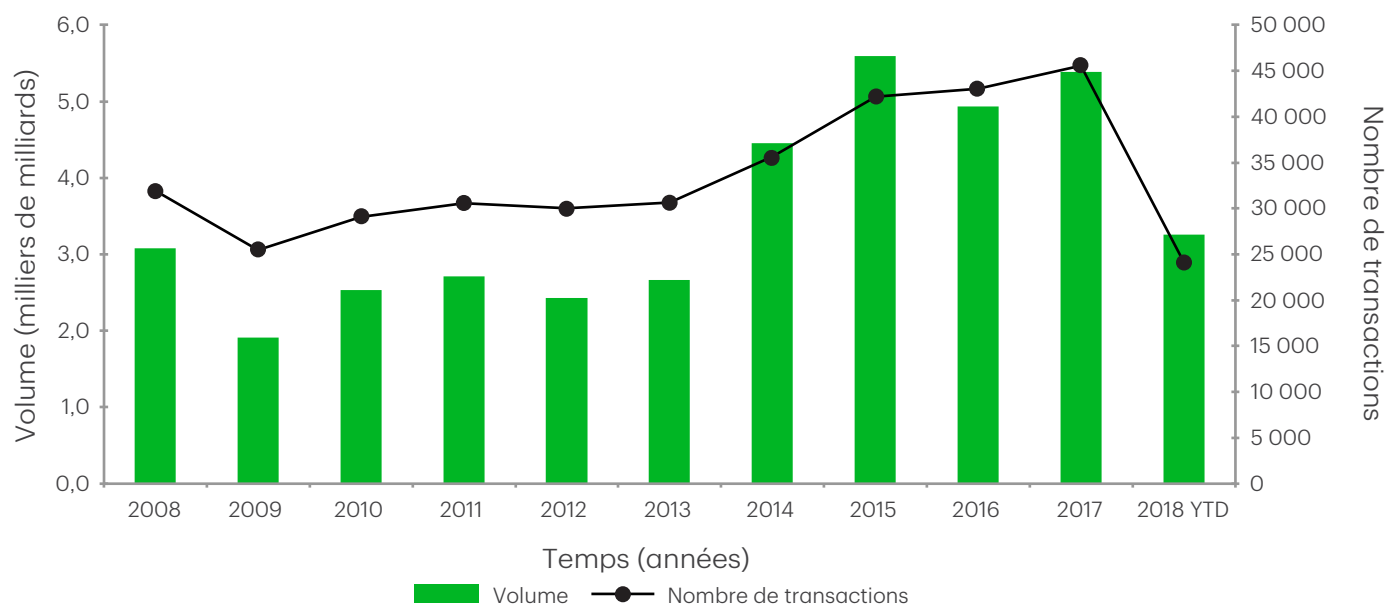
## Pourquoi les paramètres ont-ils changé?

Nous pensons que ce changement est imputable à l'accroissement des activités de fusion et d'acquisition.

Au cours des dernières années, les fusions et les acquisitions se sont multipliées, notamment au sein des secteurs des soins de santé, des télécommunications et de la consommation de base. Habituellement, une entreprise qui envisage une acquisition emprunte des capitaux tout en promettant aux agences de notation de rembourser sa dette à court terme dans le but de maintenir sa cote de crédit. Certaines de ces transactions sont tellement énormes qu'elles faussent les ratios médians mentionnés précédemment. Pourquoi autant de fusions d'entreprises? Le contexte des bas taux d'intérêt rehausse l'attrait du financement par emprunt, mais, comme les relèvements de taux de la Réserve fédérale américaine et de la Banque du Canada commencent à faire sentir leurs effets, les entreprises accélèrent leurs achats.

Par ailleurs, les progrès technologiques perturbent les perspectives des entreprises dans bon nombre de secteurs (il suffit de penser à Amazon en comparaison avec les détaillants ou pharmacies ayant pignon sur rue, ou encore à Netflix par rapport aux entreprises de médias ou de divertissement). De leur côté, ces entreprises croient que le fait de consolider leurs gammes de produits et leur part de marché les rendra plus concurrentielles. La décision récente en faveur de l'acquisition de Time Warner par AT&T, considérée comme une « fusion verticale », laisse entrevoir une augmentation des fusions dans un proche avenir.

Fusions et acquisitions en Amérique du Nord depuis 2008



Source : Bloomberg Finance L.P. (Juin 2018)



## Pourquoi les paramètres ont-ils changé?

Nous ne pensons pas que les agences de notation ont modifié les paramètres qu'elles utilisent pour mesurer le risque de crédit. Elles continuent sans doute de suivre leurs procédures habituelles, permettant aux entreprises de réduire leur endettement à court terme pour maintenir leur cote, comme elles l'ont toujours fait. Les agences de notation tendent à évaluer une entreprise sur un cycle complet et selon des perspectives à long terme. Il appartient donc aux gestionnaires de placements, comme GPTD, d'examiner les antécédents d'une entreprise relativement à la gestion de son bilan et de déterminer si elle ramènera sa dette à un niveau conforme à sa cote. Nous sommes toutefois d'avis que le grand nombre de fusions et d'acquisitions d'envergure effectuées récemment a bouleversé le marché et que la baisse récente de la qualité du crédit des obligations de première qualité n'a pas été examinée adéquatement.

## Conclusion

Même si le segment des obligations de première qualité cotées BBB a connu une forte croissance récemment, la qualité implicite de ces obligations n'est pas entièrement confirmée par leurs cotes de crédit. Selon les recherches de GPTD, l'accroissement des activités de fusion a fortement contribué à la divergence constatée entre les cotes de crédit dans le segment des titres cotés BBB et leurs paramètres d'évaluation du crédit sous-jacents. Par conséquent, de nombreuses entreprises sont évaluées en fonction de leur potentiel de désendettement et non en fonction du niveau élevé de leur endettement actuel.

Autrement dit, nous n'affirmons pas que les agences de notation ont modifié leur surveillance, mais soutenons que le volume élevé des fusions et des acquisitions sur le marché a eu une incidence sur leur tolérance habituelle à l'égard du désendettement des entreprises.

Au sein de GPTD, les analyses indépendantes constituent un élément essentiel du processus d'évaluation des titres à revenu fixe. Notre équipe de recherche sur le crédit aide à évaluer les risques associés aux cotes prospectives ainsi que la volonté et la capacité de la direction de tenir ses promesses en matière de réduction de la dette. En adoptant une approche globale et pragmatique, nous sommes en mesure de déterminer les risques sous-jacents et d'aider nos gestionnaires de portefeuille à exiger une meilleure rémunération pour les instruments cotés BBB lorsque les risques sont plus élevés que ce que la cote attribuée indique.



---

Les renseignements aux présentes ont été fournis par Gestion de Placements TD Inc. à des fins d'information seulement. Les renseignements proviennent de sources jugées fiables. Les graphiques et les tableaux sont utilisés à des fins d'illustration et ne reflètent pas des valeurs ou des rendements futurs. Ces renseignements n'ont pas pour but de fournir des conseils financiers, juridiques, fiscaux ou de placement. Les stratégies fiscales, de placement ou de négociation devraient être étudiées en fonction des objectifs et de la tolérance au risque de chacun. Le présent document peut contenir des déclarations prospectives qui sont de nature prévisionnelle et pouvant comprendre des termes comme « prévoir », « s'attendre à », « 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; on suppose que les lois et règlements applicables en matière de fiscalité ou autres ne feront l'objet d'aucune modification et qu'aucune catastrophe ne surviendra. Les prévisions et projections à l'égard d'événements futurs sont, de par leur nature, assujetties à des risques et à des incertitudes que nul ne peut prévoir. Les prévisions et les projections pourraient s'avérer inexactes à l'avenir. Les déclarations prospectives ne garantissent pas les résultats futurs. Les événements réels peuvent différer grandement de ceux qui sont exprimés ou sous-entendus dans les déclarations prospectives. Un certain nombre de facteurs importants, y compris ceux énumérés plus haut, peuvent contribuer à de tels écarts. Vous ne devriez pas vous fier aux déclarations prospectives. Gestion de Placements TD Inc. est une filiale en propriété exclusive de La Banque Toronto-Dominion. Toutes les marques de commerce appartiennent à leurs propriétaires respectifs. <sup>MD</sup> Le logo TD et les autres marques de commerce sont la propriété de La Banque Toronto-Dominion.