



À la recherche de rendements : Découvrir des occasions sur le marché du crédit

Résumé

Le marché du crédit actuel présente plus de difficultés que jamais, car un environnement prolongé de faibles taux et 15000 milliards de dollars de titres de créance à rendement négatif dans le monde ont exercé une pression immense sur les rendements. Les investisseurs en titres à revenu fixe sont également confrontés à des obstacles supplémentaires causés par la pandémie mondiale actuelle, parce que les banques centrales ont injecté des quantités massives de liquidités dans les marchés et adopté des mesures extraordinairement accommodantes parallèlement aux gouvernements qui ont offert de vastes programmes d'aide et de relance budgétaire afin de soutenir les économies en difficulté.

Selon nous, le marché du crédit constitue toujours une option attrayante pour les investisseurs à la recherche de rendement dans cet environnement de faible rendement. Le marché présente évidemment certains défis, mais l'équipe des placements à revenu fixe Mackenzie, grâce à ses capacités spécialisées dans le crédit, continue d'être optimiste à l'égard de ce segment de marché attrayant.

Dans ce document, nous aborderons les possibilités et les pièges potentiels du marché du crédit en répondant aux trois questions cruciales suivantes :

- Quelle est l'ampleur des possibilités dans le marché du crédit?
- Où sommes-nous dans le cycle du crédit et quel niveau de risque les investisseurs doivent-ils envisager de prendre?
- Comment visons-nous à générer des rendements ajustés au risque intéressants dans un environnement à faible rendement?



Dan Cooper

Vice-président principal, chef du crédit –
équipe des placements à revenu fixe



Hadiza Djataou

Vice-présidente, directrice principale
des placements – équipe des placements
à revenu fixe



MACKENZIE

Placements

Revenu fixe

Même s'il peut être très difficile de naviguer efficacement sur le marché du crédit, nous pensons que les investisseurs peuvent encore tirer de nombreux avantages à investir dans cet espace. Une gestion de l'actif professionnelle et spécialisée,

combinée à des conseils financiers personnalisés, aidera les investisseurs à tirer parti des nombreuses occasions que le marché du crédit présente pour leurs portefeuilles.

Ce que vous devez savoir à propos de l'environnement de crédit actuel

Pendant des décennies, nous avons observé une tendance séculaire de faibles taux d'intérêt qui a constitué un défi de taille pour les investisseurs à la recherche de rendement. La quête de rendement a été exacerbée par la réponse monétaire et budgétaire sans précédent pendant la pandémie mondiale. Les taux d'intérêt ont été ramenés à des niveaux extrêmement faibles sur le plan historique dans beaucoup de pays développés, et les gouvernements ont dépensé des montants sans précédent pour maintenir l'économie à flot pendant les confinements prolongés. Les rendements des obligations d'État, considérées comme des valeurs refuges, ont atteint des planchers historiques. Dans certaines parties du monde, dont au Japon et en Allemagne, les rendements sont en territoire négatif.

La solution de rechange pour les investisseurs à la recherche de rendement a été principalement le marché boursier. Mais actuellement, les évaluations des actions sont tendues et atteignent des sommets historiques, entraînées par l'abondance de liquidités. Plus que jamais, nous croyons que

ce scénario justifie la diversification d'un portefeuille vers d'autres catégories d'actifs.

Alors, vers où devons-nous nous tourner? Les obligations de sociétés mondiales — également connues sous le nom de marché du crédit — peuvent offrir des avantages de diversification et améliorer les rendements ajustés au risque. Comme pour les actions, certaines parties du marché du crédit ont enregistré de meilleurs résultats que d'autres depuis le début de la pandémie. Ainsi, la sélection des secteurs et des titres ainsi qu'une gestion active du risque sont essentielles pour tirer le meilleur parti des avantages que peut offrir le marché du crédit.

Nous nous sommes entretenus avec Dan Cooper, chef du crédit, gestionnaire de portefeuille pour les obligations à rendement élevé, qui nous a expliqué les trois principaux éléments que devraient connaître les clients en titres à revenu élevé à propos du crédit dans l'environnement actuel. Voici les réponses détaillées de Monsieur Cooper à nos trois questions clés.

Q1 | Quelle est l'ampleur des possibilités dans le marché du crédit?

La gamme de titres de crédit est bien plus vaste que ne le pensent la plupart des investisseurs. Elle s'est élargie au cours de la dernière décennie et offre actuellement un large éventail d'occasions, du crédit public à la dette privée. En particulier, la crise financière de 2008 a donné lieu à de nouvelles réglementations bancaires qui ont fait en sorte que les banques éprouvent de la réticence à conserver du risque à leurs bilans, et qu'elles privilégient plutôt le montage et la syndication de dettes à d'autres investisseurs. Cette situation a entraîné le développement rapide de sources alternatives de capital pour les prêts,

comme les stratégies de crédit privé qui augmentent la souplesse et le potentiel de rendement.

Les actifs de crédit existent le long d'un éventail sur les marchés publics et privés, avec des segments qui présentent des volatilités, des liquidités et des modèles de rendement différents, comme le montre l'éventail de crédit ci-dessous (voir le graphique 1). Tirer le meilleur parti de l'éventail de crédit requiert un cadre solide afin de pouvoir analyser les risques macroéconomiques et idiosyncrasiques, identifier les occasions et réagir rapidement à l'évolution



MACKENZIE

Placements

Revenu fixe

des conditions de l'économie et des marchés. Vous pouvez choisir de le faire vous-même si vous disposez du temps et de l'expertise nécessaires, ou vous pouvez confier cette tâche à une équipe chevronnée de spécialistes du revenu fixe qui dispose de vastes ressources et de la souplesse nécessaire pour trouver les combinaisons risque-rendement dans l'ensemble de l'éventail du crédit.

Au cours de la décennie qui a précédé la crise de la COVID-19, tous les segments des marchés du crédit – obligations d'État, prêts à effet de levier et dette privée – sont devenus plus profonds, plus spécialisés et plus intégrés. Les émetteurs ont été en mesure de trouver de plus en plus de capitaux adaptés à leurs besoins, tandis que les investisseurs ont obtenu plus de choix dans leurs profils de risque et de rendement.

Le crédit public englobe les segments traditionnels du marché des obligations d'entreprises; les obligations de qualité investissement, les obligations à rendement élevé et les titres adossés à des créances mobilières, qui sont syndiqués auprès d'investisseurs publics, libres de négocier ces titres.

Comme son nom l'indique, le crédit privé est initié ou négocié de manière privée. Les investissements privés se caractérisent par des opérations à rendement potentiellement plus élevé dans un éventail de risques et de rendements, une liquidité à court terme limitée, des procédures d'entrée et de sortie structurées, et différentes procédures d'évaluation, comme les évaluations des positions au prix du modèle, les comparables, etc. Alors que les investisseurs non bancaires en quête de rendement accordent de plus en plus de prêts aux sociétés directement, avec une participation limitée des banques, l'ampleur et la complexité du crédit privé se sont accrues, ce qui a permis d'élargir la gamme d'occasions.

Dans l'environnement actuel de faible rendement, les titres à revenu fixe traditionnels doivent être constamment réévalués afin de s'assurer qu'ils continuent

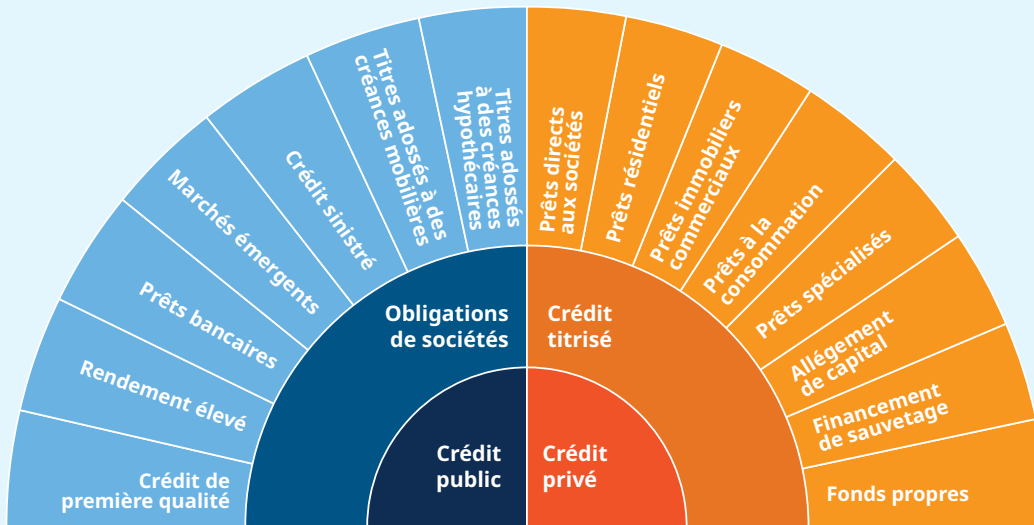
Le crédit privé est une composante de plus en plus importante du nouveau «40» dans la répartition d'actifs traditionnelle 60/40.

de jouer les rôles clés qu'ils sont censés jouer dans un portefeuille équilibré, à savoir la génération de revenus et la préservation du capital, une faible volatilité et la diversification des actions. Nous croyons que **le crédit privé est une composante de plus en plus importante du nouveau «40» dans la répartition d'actifs traditionnelle 60/40**. Avec des rendements intéressants d'un point de vue historique, le crédit privé offre la possibilité d'obtenir une prime d'illiquidité, une protection contre la volatilité quotidienne du marché ainsi qu'une exposition croissante à des ententes adossées à du capital-investissement et des émetteurs privés uniques et idiosyncrasiques.

Nous croyons fermement que la génération de bons rendements ajustés au risque pour nos clients exige une étude globale des occasions de titres à revenu fixe et l'ajout de titres à revenu fixe non traditionnels à notre univers de placement. La souplesse dans la recherche de rendements ajustés au risque stables et intéressants est au cœur de notre philosophie de placement. Au cours des 10 dernières années, l'équipe des placements à revenu fixe de Mackenzie a acquis de grandes compétences dans les prêts à effet de levier, aussi appelés prêts bancaires. Mackenzie a également accru sa présence dans la dette privée au cours des deux dernières années grâce à son partenariat stratégique avec Northleaf Capital Partners, un des plus grands spécialistes du crédit privé au pays. Ainsi, un plus grand nombre d'investisseurs peuvent accéder à des segments de marché habituellement réservés aux grandes sociétés institutionnelles et aux caisses de retraite.



Éventail du crédit public et privé



La liquidité diminue et le potentiel de revenu augmente de gauche à droite sur l'éventail du crédit.

Source : Placements Mackenzie, à des fins d'illustration uniquement.

Quels sont les avantages attendus d'un investissement dans des prêts à effet de levier?

Les prêts à effet de levier offrent des rendements attrayants, comparables et parfois supérieurs à ceux de divers marchés publics (c'est-à-dire les obligations à rendement élevé et les obligations de première qualité). Il s'agit de titres garantis, au sommet de la structure de capital, ce qui peut réduire la volatilité et améliorer les valeurs de recouvrement en périodes de stress. Les prêts hors indice et les prêts du marché intermédiaire ont également affiché des taux de défaut et de

pertes plus faibles que le crédit public, en raison de meilleures protections pour les prêteurs, d'une personnalisation des prêts accrue, d'une plus grande souplesse et d'un meilleur alignement avec les prêteurs.

Nous avons acquis une expérience solide avec les prêts hors indice de référence, des ententes moins connues sont habituellement bien structurées et offrent un rendement élevé avec un risque de défaut limité.



En quoi les investissements privés diffèrent-ils des prêts à effet de levier (bancaires)?

La dette privée comprend les prêts non bancaires à des entreprises principalement privées qui s'appuient sur des relations avec diverses parties pour accéder à de nouveaux flux d'affaires. La dette est non syndiquée et non cotée, et peut être non notée ou être notée de manière privée par les agences de notation. Comparativement aux prêts bancaires, le crédit privé est sur mesure et habituellement plus complexe, ce qui favorise les gestionnaires de dette privée expérimentés dans les négociations. Le crédit privé comporte des modalités et des échéanciers de remboursement plus souples, et fait souvent partie d'un partenariat multi-transactions à long terme entre l'emprunteur et le prêteur. En raison de la nature illiquide des investissements en dette privée, les rendements sont souvent plus élevés dans le but d'indemniser les prêteurs pour l'incapacité de négocier activement le titre tout au long du cycle.

Afin d'effectuer une répartition efficace dans les domaines du crédit et d'utiliser les sous-catégories d'actifs de manière

adéquate pour construire des portefeuilles diversifiés et obtenir les résultats souhaités, il est important de comprendre les risques particuliers à chaque segment. Il est essentiel de tenir compte du risque de défaut, particulièrement à mesure que l'on descend dans l'échelle de notation, car il mène directement à une perte de capital potentielle si l'émetteur n'est pas en mesure de payer le coupon ou de rembourser le capital.

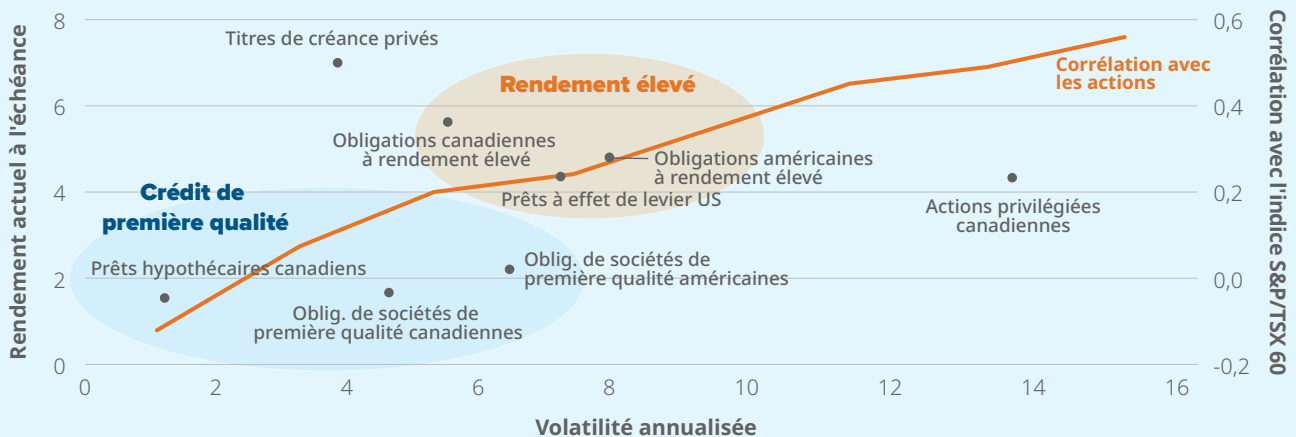
De plus, il est important de tenir compte de trois autres risques importants au moment d'évaluer l'ensemble des occasions de crédit, soit :

- Le risque de volatilité
- La corrélation avec les actions
- Le risque de liquidité

Les investisseurs en crédit doivent comprendre où se situe chaque catégorie d'actifs de crédit dans la gamme des risques, et quels peuvent être les différents résultats risque-rendement au cours du cycle.

La gamme du crédit offre différents résultats en termes de risque-rendement et permet d'atteindre les objectifs de génération de revenus.

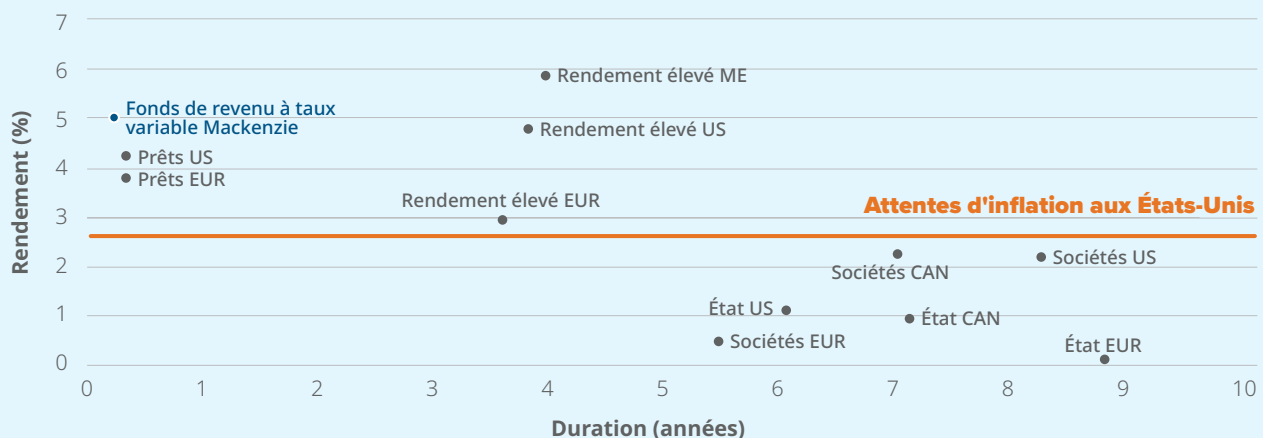
Rendements actuel, volatilité annualisée et corrélation avec les actions pour l'ensemble des actifs de crédit



Source : Bloomberg, Morningstar au 30 juin 2021



Les marchés de crédit présentent diverses sensibilités aux taux d'intérêt. Les prêts à effet de levier sont en meilleure position pour surperformer dans un contexte de hausse des taux.



Source : Bloomberg, S&P Global Market Intelligence. En date du 30 juin 2021. Rendement élevé US = indice ICE BofA US High Yield, Sociétés US = indice ICE BofA US Corporate, État US = indice ICE BofA US Government & Securitized, Sociétés CAN = indice ICE BofA Canada Corporate, État CAN = indice ICE BofA Canada Government, État EUR = indice ICE BofA All Euro Government, Rendement élevé EUR = ICE BofA Euro High Yield Index, Sociétés EUR = ICE BofA Euro Corporate Index, Rendement élevé ME = ICE BofA High Yield Emerging Markets Corporate Plus Index, Prêts US = indice S&P/LSTA des prêts à effet de levier, attentes d'inflation aux États-Unis = point mort d'inflation à cinq ans.

Q2 | Où sommes-nous dans le cycle du crédit et quel niveau de risque les investisseurs doivent-ils envisager de prendre?

Différentes terminologies sont utilisées pour catégoriser le cycle du crédit en quatre phases distinctes. Certains stratégies décrivent les phases du cycle de crédit comme la phase initiale, la phase intermédiaire, la phase finale et la récession. D'autres utilisent la phase de réparation, la phase de reprise, la phase d'expansion et la phase de ralentissement. Quelle que soit la description du cycle de crédit, l'identification des thèmes qui influencent le cycle et le moment où nous nous trouvons dans le cycle de crédit sont des données analytiques importantes pour l'estimation du risque de défaut à court et à moyen terme, et pour déterminer comment effectuer une répartition souple dans la gamme du crédit.

Même si certains segments du marché du crédit se comportent mieux dans un environnement de hausse des taux, nous résistons à la tentation d'investir uniquement dans ces segments particuliers. Nous croyons qu'il est important d'effectuer différents compromis risque-rendement sur l'ensemble de la gamme du crédit afin de générer de solides rendements ajustés au risque. Il est donc important d'être actifs dans tous les segments. Les entreprises tirent avantage des différentes parties du marché au fur et à mesure de leur évolution, les intérêts des prêteurs changent et le contexte économique évolue. L'emprunteur de prêts directs d'aujourd'hui peut être l'émetteur de rendement élevé de demain, alors que l'émetteur de rendement élevé d'hier



peut rechercher des solutions sur mesure demain. Nous croyons que la génération de solides rendements ajustés au risque sur un cycle complet repose sur la diversification et la gestion des risques.

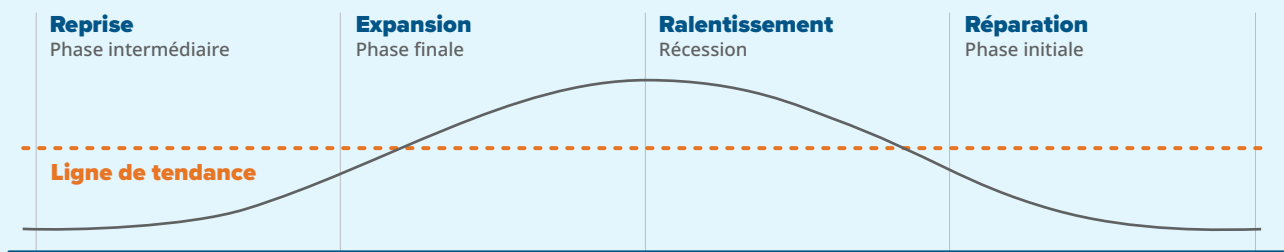
La démonstration d'une connaissance approfondie des différents secteurs et des entreprises qui les composent peut bâtir la confiance, tout comme l'interaction avec ces entreprises avec le temps et dans des circonstances en évolution. Plus le crédit est personnalisé, plus l'exigence de diligence raisonnable au niveau de l'entreprise est grande, et plus il est important de tenir compte de cette diligence raisonnable dans la façon dont le crédit est structuré. La complexité présente une occasion, mais elle requiert du travail original et une volonté d'effectuer une analyse approfondie pour trouver les perles rares.

Chez Mackenzie, nous adoptons une approche globale de la gestion du risque. Nous cherchons à saisir tous les risques

Selon nous, le cycle de crédit actuel se situe quelque part entre la phase de réparation et de reprise qui suivent les récessions, une période pendant laquelle les volumes de défaut reculent.

importants, y compris les risques émergents comme le risque ESG, au moment d'analyser l'émetteur et avant d'ajouter une position à nos portefeuilles. Même si nous cherchons à atténuer les risques en nous engageant activement auprès des sociétés, nous identifions également des occasions (mal évaluées par le marché, selon nous).

Les quatre phases du cycle du crédit



Source : Placements Mackenzie, à des fins d'illustration uniquement.

Principaux thèmes influençant le cycle de crédit

Phase du cycle de crédit	Reprise, phase intermédiaire	Expansion, phase intermédiaire	Ralentissement, récession	Réparation, phase initiale
Thèmes				
Croissance économique	Solide – en amélioration	Très solide – atteint un sommet	Faible – en détérioration	Faible – se stabilise
Politique de la banque centrale	Début du resserrement	En resserrement	Assouplissement	Souple
Pressions inflationnistes	Modérées	Élevées – en hausse	Élevées – début d'une baisse	Faibles – en voie de se stabiliser
Appétit pour le risque	Élevé	Élevé – irrationnel	Faible	Faible – en amélioration
Données fondamentales	Bénéfices en croissance plus rapides que la dette – diminution de l'effet de levier	Croissance de la dette plus rapide que celle des bénéfices – augmentation de l'effet de levier	Nette contraction des bénéfices	Contraction de la dette et début de la réduction de l'effet de levier
Conditions de crédit	Les prêteurs sont prudents.	Les normes d'octroi de prêts se resserrent et l'effet de levier des entreprises augmente.	Resserrement des prêts	Resserrement des conditions de prêts
Évaluations	Proches de la moyenne – en hausse	Supérieures à la moyenne – en hausse	Chutent sous la moyenne	Inférieures à la moyenne – en hausse
Attentes de performance du crédit	<ul style="list-style-type: none"> Le crédit s'est bien comporté, tout comme les actions. Le crédit à bêta élevé (rendement élevé, marchés émergents) et les secteurs cycliques enregistrent des résultats supérieurs à ceux de la qualité et des secteurs défensifs. 	<ul style="list-style-type: none"> Les actifs à risques continuent d'enregistrer de bons résultats, mais à un rythme plus lent. Le crédit à durée faible comme les prêts à effet de levier et les obligations à taux variable sont avantagés en raison de la hausse des taux. Les actifs à revenu fixe sûrs, comme les obligations d'État, enregistrent des performances négatives en raison de leur plus grande sensibilité aux taux d'intérêt. 	<ul style="list-style-type: none"> Le désinvestissement des actifs à risque et la fuite vers la qualité se traduisent par une baisse prononcée des actifs à risque, avec une sous-performance importante du crédit à bêta élevé. Les crédits de qualité et de durée longue enregistrent de meilleures performances, soutenues par la baisse des taux. 	<ul style="list-style-type: none"> Une remontée indifférenciée des actifs avec une surperformance des actifs les plus risqués qui ont généralement subi les plus fortes baisses. Une rotation vers les actifs à risque entraîne une sous-performance des actifs sûrs comme les obligations d'État.

Source : Placements Mackenzie, au 31 mai 2021

L'impact de la COVID-19 sur les marchés du crédit : Une reprise inégale

La baisse de 20 % du crédit à effet de levier lorsque les confinements ont été décrétés au début de 2020 s'est rapidement inversée, les marchés du crédit ayant enregistré une hausse à deux chiffres depuis le creux de mars 2020. La reprise dans les marchés du crédit a été aussi spectaculaire que le repli initial au début de la pandémie de COVID-19. En 2020, les nouvelles émissions des entreprises gravement touchées par la pandémie ont enregistré des rendements à deux chiffres, dont les compagnies aériennes, les fabricants d'avions et les compagnies de croisière, mais cela s'est maintenant normalisé, et les cours tiennent compte de la reprise économique.

La reprise a été inégale, comme le souligne le tableau ci-dessous qui montre la vaste gamme de rendements par secteur du marché à rendement élevé des États-Unis. Alors que les marchés du crédit devraient bénéficier d'une économie robuste et d'une demande forte des investisseurs à la recherche de rendement, certains émetteurs peuvent encore être confrontés à des difficultés. Une gestion active et une sélection prudente des titres restent primordiales compte tenu des évaluations et des incertitudes économiques actuelles.

Les rendements pour les obligations à rendement élevé dans les secteurs industriels

Impact	Secteurs les plus touchés par la COVID	% de l'indice (déc. 2020)	Mars 2020	Exercice 2020	Cumul 2021
Gagnants	Aliments boissons tabac	6,10 %	-4,70 %	10,10 %	1,20 %
	Pièces d'auto	5,30 %	-13,50 %	9,60 %	2,10 %
	Soins de santé	8,90 %	-6,60 %	9,10 %	0,20 %
	Technologie	5,00 %	-4,80 %	8,60 %	0,80 %
	Construction d'habitation	6,00 %	-12,40 %	8,00 %	1,30 %
	Super détail	2,60 %	-17,40 %	7,60 %	4,30 %
	Câble satellite	4,40 %	-2,80 %	6,60 %	-0,10 %
Perdants	Distribution intermédiaire	3,80 %	-25,20 %	5,30 %	3,40 %
	Loisirs	0,90 %	-15,00 %	4,90 %	1,30 %
	Télécommunications	6,80 %	-8,30 %	4,90 %	0,00 %
	Jeux	3,10 %	-18,80 %	4,60 %	2,50 %
	Hôtels	2,00 %	-21,00 %	-5,60 %	3,90 %
	Énergie	13,40 %	-33,80 %	-6,60 %	7,30 %
	Énergie - exploitation et production	3,10 %	-38,80 %	-7,00 %	8,30 %
	Transport aérien	0,80 %	-25,30 %	-18,70 %	7,00 %

Source : Bloomberg, CreditSights, indice ICE BofA US High Yield rendement total au 31 mai 2021



MACKENZIE

Placements

Revenu fixe

Nous sommes dans un cycle inhabituel, assez unique pour ce qui est de sa vitesse. Dans de nombreux pays, le niveau d'emploi reste nettement inférieur à celui d'avant la pandémie, ce qui laisserait normalement supposer que nous sommes à la phase de reprise. Toutefois, les gains massifs en matière d'emploi et d'économie ont facilité une transition rapide vers l'expansion.

La phase de réparation a aussi été comprimée en raison de la nature de la réponse politique, composée non seulement d'un volume record d'aide budgétaire, mais aussi d'une intervention sans précédent de la Fed dans les marchés de crédit. La réponse politique a aussi entraîné une reprise rapide des prix des actifs, le reflet de la croissance et de l'impact à long terme de l'énorme quantité de liquidités dans le marché. **Selon nous, le cycle de crédit actuel se situe quelque part entre la phase de réparation et de reprise qui suivent les récessions, une période pendant laquelle les volumes de défaut reculent.** Toutefois, selon une perspective fondamentale, nous estimons que nous sommes toujours dans la phase de reprise, qui se caractérise généralement par une forte croissance des bénéficiaires, une baisse des taux de défaut et des cotes de crédit augmentées dépassant celles diminuées. Notamment, le rythme d'amélioration des indicateurs du crédit à rendement élevé s'est accéléré pendant le premier trimestre de 2021.

De plus, nous reconnaissons que les écarts de crédit sont maintenant à leur plus bas niveau des 12 derniers mois. Nous pensons également que le crédit est bien positionné pour offrir une plus-value intéressante par rapport aux autres titres à revenu fixe. Nous sommes optimistes à l'égard des marchés du crédit dans un environnement de données fondamentales en amélioration et compte tenu de notre capacité d'investir avec souplesse dans l'ensemble de l'éventail du crédit. Nous avons réduit notre exposition aux secteurs du marché sensibles aux taux d'intérêt en faveur du crédit aux entreprises. Cette nouvelle répartition nous permet d'obtenir du rendement et de bénéficier de la reprise économique continue et robuste. La pondération des obligations notées BB, la tranche la plus élevée de la catégorie à rendement élevé, dans l'indice ICE BofA US HY est plus élevée qu'au plus fort de la crise de l'énergie et de la crise financière mondiale. Cette pondération s'explique par le fait que le marché à rendement élevé est actuellement de meilleure qualité que pendant les

Nous sommes optimistes à l'égard des marchés du crédit dans un environnement de données fondamentales en amélioration et compte tenu de notre capacité d'investir avec souplesse dans l'ensemble de l'éventail du crédit.

crises précédentes. La tranche BB s'est élargie en raison des baisses de notation provoquées par la pandémie pour des sociétés solides de l'espace de qualité investissement vers le rendement élevé, aussi appelées des «anges déchus». De plus, la tranche CCC (la plus faible de la catégorie à rendement élevé) a diminué en raison d'un taux de défaut élevé causé par les conditions difficiles de la pandémie.

Ainsi, même si les écarts de crédit semblent serrés par rapport aux niveaux historiques, nous croyons que les marchés de crédit restent attrayants compte tenu de leur profil risque-rendement actuel. Avec les rendements des obligations d'État qui devraient augmenter, nous sommes conscients du risque de durée associé à certains secteurs du marché, soit les obligations de qualité et les obligations à rendement élevé. Les écarts dans la catégorie investissement se rapprochent actuellement de leurs plus bas niveaux, et offrent donc très peu d'effet tampon en cas de hausse des rendements des obligations d'État, ce qui entraînerait une chute des prix des obligations en raison de la relation inverse entre les prix et les rendements. Ainsi, nous privilégions d'autres types de placements à rendement élevé au sein du crédit. Nous nous attendons à ce que les marchés du crédit à effet de levier (rendement élevé et prêts à effet de levier) surpassent les performances de la catégorie investissement, étant donné l'effet tampon supplémentaire des écarts sur la hausse des taux. Nous nous attendons toutefois à ce que la hausse des taux ait un impact sur les obligations à rendement élevé et avons ainsi une préférence pour les prêts à effet de levier, dont la durée et la sensibilité à la hausse des taux sont pratiquement nulles. Comme les prêts sont à taux variable,



MACKENZIE

Placements

Revenu fixe

ils ne sont pas confrontés aux mêmes difficultés que les titres à taux fixe dans un environnement de hausse des taux, mais ils ont montré par le passé pouvoir obtenir de bons résultats dans des environnements de hausse et de baisse des taux d'intérêt. Étant donné qu'ils sont garantis et au sommet de la structure du capital, les prêts ont historiquement montré moins de volatilité que d'autres secteurs du revenu fixe avec un risque de crédit équivalent. Au cours des vingt dernières

années, les prêts à taux variable n'ont généré des rendements négatifs que pendant deux années civiles, malgré les différents cycles de crédit et de taux d'intérêt.

Maintenant que nous avons présenté les arguments en faveur de l'investissement dans le crédit, il convient de répondre à la question suivante.

Q3 | Dans cet environnement de faibles rendements, comment cherchons-nous à générer des rendements ajustés au risque attrayants dans le crédit?

La génération d'alpha devient de plus en plus importante dans le secteur des titres à revenu fixe, étant donné que les rendements ont chuté au niveau mondial et que le potentiel de génération de revenu des obligations diminue. Nous pensons que les marchés du crédit, qu'ils soient publics ou privés, offrent un ensemble d'occasions intéressantes pour la génération d'alpha et l'amélioration des revenus dans l'environnement actuel. La diversité des propriétés de rendement-risque dans le crédit souligne l'ensemble des occasions pour les gestionnaires de titres à revenu fixe avec une approche souple. Voici les cinq composantes clés de notre approche souple pour les titres à revenu fixe :

Recherche fondamentale et sélection des titres

Notre équipe suit un processus de recherche et d'analyse fondamentale du crédit en cherchant à éviter les entreprises peu attrayantes, à déterminer la position optimale dans une structure de crédit, et à identifier les occasions de risque-rendement intéressantes. Compte tenu des évaluations actuelles, la sélection de crédit est importante parce qu'il existe toujours un manque de concordance entre les niveaux de négociation et les données fondamentales qui continuent d'être en rattrapage alors que la reprise se poursuit.

Nous incorporons les risques émergents, comme les facteurs ESG qui occupent une place de plus en plus importante et doivent être pris en compte au moment d'évaluer le risque et l'indemnisation (écarts de crédit) pour le risque. L'analyse ESG peut également présenter des occasions lor-

sque ces risques sont surévalués par les marchés, ou créer une occasion pour notre équipe de s'engager auprès d'une entreprise pour influencer le changement.

L'analyse de la valeur relative

L'analyse de la valeur relative nous aide à identifier les titres qui offrent des rendements ajustés au risque attrayants et à créer un univers dans lequel investir. L'analyse de la valeur relative s'appuie sur les éléments suivants :

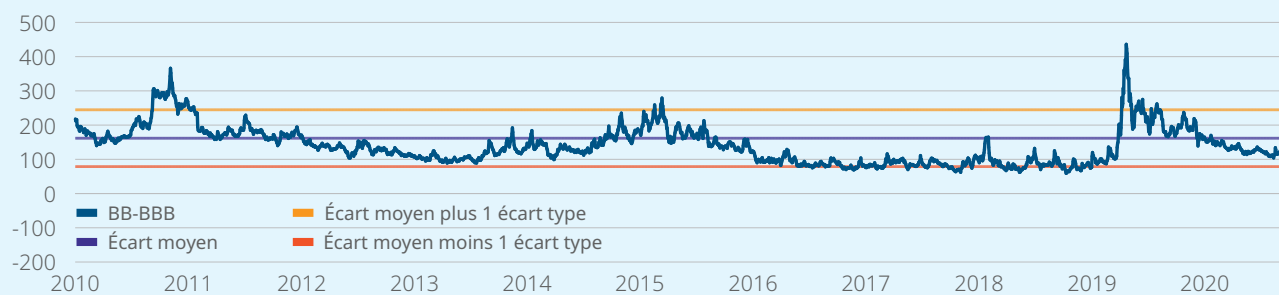
- L'analyse des rendements totaux historiques pour découvrir un modèle
- Les perspectives du secteur et de l'émetteur
- Les paramètres de risque, dont la qualité du crédit, la durée, la devise, la liquidité, etc.

Des transactions de valeur relative peuvent être réalisées sur une période allant de quelques jours à quelques mois, selon les moteurs et la justification des placements.

Les facteurs dont nous tenons compte pour mettre en œuvre ces compromis sont les suivants :

- Les secteurs
- Les régions
- La courbe de crédit
- La structure du capital
- La notation (voir le tableau ci-dessous)

Compromis de valeur relative entre le crédit BB et BBB



Source : Bloomberg, au 31 août 2021

Occasions idiosyncrasiques : Le marché canadien des actions privilégiées

Les occasions idiosyncrasiques se présentent habituellement dans un marché en fin de cycle, qui présente une dispersion croissante et des épisodes périodiques de volatilité pendant un repli du marché. Les occasions idiosyncrasiques peuvent exister dans des sous-catégories d'actifs ou des secteurs qui n'affichent pas des rendements ajustés au risque attrayants, des exceptions qui se distinguent par un potentiel énorme de rendement et des cours qui ne concordent pas avec leur juste valeur. Le marché canadien des actions privilégiées est l'un des marchés les plus illiquides du crédit public. Même si selon nous, le marché des actions privilégiées n'offre pas un rendement corrigé du risque intéressant, nous avons pu identifier des occasions idiosyncrasiques uniques dans cet espace.

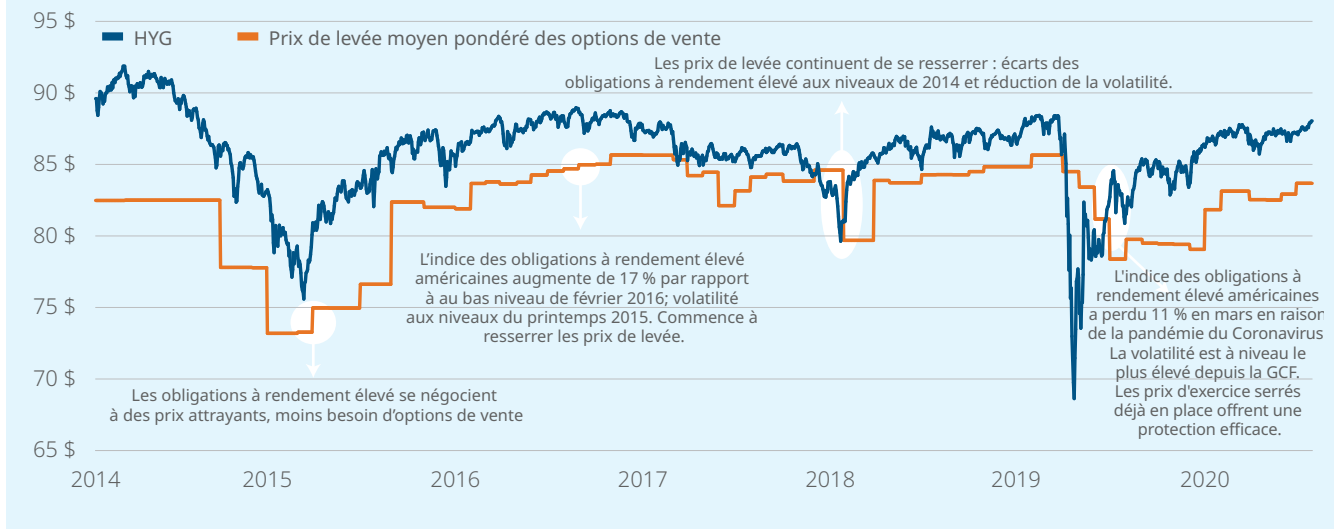
De plus, les évaluations ont été soutenues par l'émergence de nouveaux instruments dits hybrides en 2017 et des «billets de capital à recours limité» en 2020. L'émission abondante de ces billets par les banques et les compagnies d'assurance canadiennes représente l'institutionnalisation du marché des actions privilégiées du Canada, et devrait entraîner le remboursement anticipé d'anciennes actions privilégiées et le rétrécissement d'un marché déjà petit et illiquide.

Couverture du risque du marché avec des produits dérivés

La protection contre les baisses revêt une importance capitale lorsque l'on se rapproche de la fin de la phase d'expansion et que les signes d'une fin de cycle se forment. Se protéger contre le ralentissement devient de plus en plus crucial dans un portefeuille de crédit au profil de rendement asymétrique. Pour aider à gérer le risque de baisse inhérent aux secteurs plus risqués du crédit, comme les obligations à rendement élevé, certains mandats ont recours à une protection discrétionnaire ou permanente en fonction des objectifs particuliers du fonds. Par exemple, nous pouvons utiliser une position longue d'options de vente sur le FNB HYG – le plus grand FNB d'obligations à rendement élevé aux États-Unis – pour offrir une protection contre la baisse sur l'exposition au rendement élevé américain dans un portefeuille. Les options de vente sur le HYG sont des produits dérivés liquides et facilement négociables. Elles prennent généralement de la valeur lorsque le prix de l'actif sous-jacent (le FNB HYG) baisse ou lorsque la volatilité implicite du marché augmente, agissant ainsi comme un ballast pour le portefeuille.



Stratégie permanente d'atténuation du risque de marché avec les options de vente sur le HYG



Source : Placements Mackenzie, au 30 juin 2021

Stratégies alternatives : Aller au-delà des stratégies longues seulement

Dans le crédit alternatif, les gestionnaires de titres à revenu fixe disposent d'un ensemble accru d'outils pour capturer l'alpha de leurs investissements à plus forte conviction pour ce qui est de la répartition de l'actif tactique et de la sélection du crédit. La capacité de vendre à découvert et d'utiliser l'effet de levier ouvre de nouvelles voies pour générer du rendement. De plus, ces nouvelles possibilités de rendement peuvent ne pas être corrélées avec les actions traditionnelles longues seulement et les marchés des titres à revenu fixe.

Les fonds à rendement absolu, en particulier, ne sont en général pas mesurés en fonction d'indices de crédit publics, et peuvent donc se servir de leur ensemble d'outils élargi avec beaucoup de souplesse parce qu'ils visent des rendements totaux positifs, quelle que soit l'évolution générale des taux d'intérêt ou des écarts de crédit. Cette caractéristique en fait de puissants outils de rendement total et de génération de revenus ainsi que de diversification traditionnelle des actions et des titres à revenu fixe.

Placements alternatifs liquides c. fonds communs de placement traditionnels

	Fonds de placements alternatifs liquides	Fonds communs de placement traditionnels
Emprunt	50 % de la VL	5 % de la VL avec restrictions
Matières premières supports	Généralement limitées à 10 %	Aucune limite
Effet de levier	300 % de la VL	Aucun
Actifs non liquides	20 % de la VL au moment de l'achat	20 % de la VL au moment de l'achat

Source : Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (OSC), Règlement 81 – 102 au 30 juin 2021



Conclusion

L'équipe des placements à revenu fixe de Mackenzie continue de mettre l'accent sur le crédit tout au long du cycle. Au cours de la dernière décennie, nous avons investi globalement dans les sous-catégories d'actifs de crédit afin de contribuer de façon importante aux rendements attrayants ajustés au risque offerts aux clients.

L'obtention d'un revenu stable est devenue plus compliquée au fil des ans en raison de la baisse des rendements globaux et de l'augmentation de la volatilité. Nous croyons en l'amélioration du revenu grâce à la diversification sur l'ensemble de l'éventail du crédit tout en mettant en place des compromis actifs.

Les investissements doivent être ajoutés de manière réfléchie et les investisseurs doivent comprendre quels facteurs de risque sous-jacents ont le plus d'influence sur le portefeuille global.

Compte tenu de la grande complexité des marchés actuels et des conditions macroéconomiques difficiles, nous croyons fermement que le moment n'est pas choisi pour les investisseurs de faire cavalier seul. Plus que jamais, il est important de travailler avec un conseiller financier expérimenté et compétent ainsi qu'une équipe éprouvée de gestionnaires d'actifs professionnels pour développer des portefeuilles de revenu vraiment diversifiés.

Les placements dans les fonds communs peuvent donner lieu à des commissions de vente et de suivi, ainsi qu'à des frais de gestion et autres. Veuillez lire le prospectus avant d'investir. Les taux de rendement indiqués correspondent au rendement annuel composé historique total au 31 octobre 2021, et tiennent compte des variations de la valeur unitaire et du réinvestissement de toutes les distributions, exclusion faite des frais d'acquisition, frais de rachat, frais de distribution, autres frais accessoires ou impôts sur le revenu payables par tout porteur de titres et qui auraient réduit le rendement. Les fonds communs et les FNB ne sont pas des placements garantis, leur valeur varie fréquemment et leur rendement antérieur peut ne pas se reproduire. Ce document pourrait renfermer des renseignements prospectifs qui décrivent nos attentes actuelles ou nos prédictions pour l'avenir ou celles de tiers. Les renseignements prospectifs sont, de par leur nature, assujettis, entre autres, à des risques, incertitudes et hypothèses qui peuvent modifier de façon importante les résultats réels qui ont été énoncés aux présentes. Ces risques, incertitudes et hypothèses comprennent, mais sans s'y limiter, les conditions générales économiques, politiques et des marchés, les taux d'intérêt et de change, la volatilité des marchés boursiers et financiers, la concurrence commerciale, les changements technologiques, les changements sur le plan de la réglementation gouvernementale, les changements au chapitre des lois fiscales, les poursuites judiciaires ou réglementaires inattendues et les catastrophes. Veuillez soigneusement prendre en compte ces facteurs et d'autres facteurs et ne pas accorder une confiance exagérée en ces renseignements prospectifs. Tout renseignement prospectif contenu aux présentes n'est valable qu'au 31 octobre 2021. Le lecteur ne doit pas s'attendre à ce que ces renseignements soient mis à jour, complétés ou révisés en raison de nouveaux renseignements, de nouvelles circonstances, d'événements futurs ou autre. Le contenu de cette foire aux questions (y compris les faits, les perspectives, les opinions, les recommandations, les descriptions de produits ou titres ou les références à des produits ou titres) ne doit pas être pris ni être interprété comme un conseil en matière de placement, ni comme une offre de vente ou une sollicitation d'offre d'achat, ou une promotion, recommandation ou commandite de toute entité ou de tout titre cité. Bien que nous nous efforcions d'assurer son exactitude et son intégralité, nous ne sommes aucunement responsables de son utilisation.