



SEPTEMBRE 2020

## Billets de capital à recours limité : un cadeau pour les investisseurs en actions privilégiées

Les actions privilégiées, contrairement aux autres catégories traditionnelles d'actifs à revenu fixe, sont attrayantes pour leur potentiel dans un environnement de hausse des taux. Cependant, avec la probabilité que la Banque du Canada relève son taux de référence à court terme pratiquement nulle, le marché ne compte pas sur la hausse des taux de référence pour stimuler le rendement des actions privilégiées à court terme.

Toutefois, Noël est arrivé plus tôt que prévu pour les investisseurs en actions privilégiées lorsque, le 21 juillet, la RBC a émis des billets de capital à recours limité (BCRLs), un produit hybride unique en son genre qui, bien qu'étant techniquement de la dette, compte comme capital réglementaire additionnel de catégorie 1 (capital AT-1) et qui entraînera d'importants changements structurels pour le marché des actions privilégiées au cours des prochaines années. Malgré la réaction rapide du marché et le fait que les indices d'actions privilégiées ont gagné environ 6 % depuis la tournée de présentation de la RBC le 15 juillet,<sup>1</sup> nous pensons que cette classe d'actifs offre toujours une opportunité intéressante pour les investisseurs canadiens.

### Un catalyseur important pour le marché des actions privilégiées

Le marché des actions privilégiées a bondi, car les investisseurs anticipent maintenant toutes les actions privilégiées des banques, dont les écarts de rajustement sont égaux ou supérieurs à 380 points de base, se feront racheter.<sup>2</sup> Pourtant,

nous pensons que le marché ne tient toujours pas en compte toute l'histoire de rachats, qui, à notre avis, sera favorable à cette classe d'actifs pour les années à venir.

Le Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF)<sup>3</sup> a confirmé que les banques peuvent émettre jusqu'à 0,75 % de leurs actifs à risque pondérés (c.-à-d. 50 % de leur capital AT-1) sous forme de BCRLs. En dollars, cela pourrait représenter plus de 16,7 milliards de dollars<sup>4</sup> de capital si les six grandes banques émettent des BCRLs jusqu'à la limite autorisée par le BSIF. Nous nous attendons à ce qu'elles utilisent la majeure partie de l'argent de ces émissions pour racheter leurs actions privilégiées les plus chères (c.-à-d. celles dont les écarts de rajustement sont égaux ou supérieurs à 380 points de base). En somme, nous prévoyons que d'ici les deux prochaines années, plus de 7,8 milliards de dollars d'actions privilégiées de banques seront remplacées sur le marché par des BCRLs, ce qui représente plus de 12 % du marché des actions privilégiées de 65 milliards de dollars. En effet, ces rachats sont susceptibles de créer un effet de rareté dont les investisseurs en actions privilégiées bénéficieront vraisemblablement.

<sup>1</sup> De la tournée de présentation de la RBC du 15 juillet 2020 au 31 juillet 2020.

<sup>2</sup> Au 31 juillet 2020.

<sup>3</sup> Le BSIF réglemente et surveille les institutions financières comme les banques et les compagnies d'assurance qui exercent des activités au Canada.

<sup>4</sup> 16,7 milliards de dollars inclue l'émission de 1,75 milliards de dollars de BCRLs de la RBC.

Toutefois, les rachats devraient également provenir d'autres secteurs. Par exemple, les sociétés d'assurance suivront fort probablement la tendance et émettront des BCRLs. De plus, les émetteurs non-financiers amplifieront fort probablement les rachats, car ils ont accès au marché des obligations hybrides, qui est actuellement une alternative moins coûteuse que les actions privilégiées. Au total, pour les deux prochaines années, nous prévoyons que les rachats totaliseront 11,05 milliards de dollars (c.-à-d. les 7,8 milliards de dollars susmentionnés, plus 0,9 milliards de dollars provenant des compagnies d'assurance vie et 2,35 milliards de dollars des émetteurs non-financiers), soit 17 % du marché des actions privilégiées. Cette transition sera certainement progressive, mais cet argent reviendra éventuellement dans les poches des investisseurs, les incitant probablement à rééquilibrer et à redéployer fréquemment le capital en actions privilégiées au cours des prochaines années.

Il est important de noter que tant que les gestionnaires passifs ne pourront pas accéder de BCRLs dans leurs portefeuilles d'actions privilégiées (car les BCRLs ne sont pas inclus dans les indices<sup>5</sup> que les gestionnaires passifs suivent), ils seront obligés d'acheter des actions privilégiées quelles que soient les évaluations, ouvrant ainsi la porte pour à l'opportunité des gestionnaires actifs. De plus, comme certains gestionnaires actifs peuvent détenir des BCRLs, ils peuvent profiter des différences de d'évaluation avec les actions privilégiées pour positionner leurs portefeuilles de manière attrayante.

**Les actions privilégiées dont l'écart de rajustement est d'environ 380 points de base ou plus sont susceptibles d'être rachetées**

**Les BCRLs de RBC paient 4,5 % d'intérêt**  
(un écart de 4,14 % par rapport au taux de rendement à 5 ans du Canada de 0,36 %)

Écart équivalent pour les actions privilégiées de :  
**4,5 % x (1-0,18) - 0,36 % = 3,33 %**  
Les intérêts versés sont déductibles, le versement de dividendes ne l'est pas.<sup>5</sup>

Les émetteurs ne rachèteront pas leurs actions privilégiées si le coût de financement par rapport aux BCRLs est équivalent (il y a des frais d'émission et de rachat). Ainsi, un coussin de 50 points de base et  
**un écart de rajustement d'environ 380 points de base**

Source : Fiera Capital, au 31 juillet 2020

### Rachats potentiels dans les prochaines années (en millions de dollars)

Secteur / Structure	2020	2021	2022	TOTAL
6 grandes banques / Non-FPUNV à taux rajusté	-	1 899 \$	-	1 899 \$
6 grandes banques / FPUNV à taux rajusté + 4 grandes compagnies d'assurance vies / à taux rajusté	-	5 250 \$	1 575 \$	6 825 \$
Non-financiers / à taux rajusté	250 \$	1 335 \$	750 \$	2 335 \$
<b>Total</b>	<b>250 \$</b>	<b>8 484 \$</b>	<b>2 325 \$</b>	<b>11 059 \$</b>
<b>% of the Universe Market Value</b>	<b>0,4 %</b>	<b>13,1 %</b>	<b>3,6 %</b>	<b>17,1 %</b>

Selon les prévisions de Fiera Capital au 31 juillet 2020

<sup>5</sup> Déductibilité fiscale des paiements d'intérêts pour l'émetteur (pas pour les paiements de dividendes). Nous utilisons le taux d'imposition effectif moyen de 18 % des six grandes banques pour le calcul après impôt.

<sup>6</sup> L'indice d'actions privilégiées S&P/TSX et l'indice Solactive Laddered Canadian Preferred Share (rendement global)

## Quels facteurs détermineront les futures écarts des émissions de BCRLs?

Les BCRLs sont pari-passu avec les actions privilégiées, ce qui signifie qu'ils sont inférieurs dans la structure du capital aux obligations bail-in de premier rang, à la dette subordonnée et aux titres hybrides de banques émis aux États-Unis, mais supérieurs aux actions ordinaires. Les BCRLs se négocient également de manière très similaire aux actions privilégiées à taux rajusté. En effet, les mêmes facteurs, tels que le taux de rendement à 5 ans du Canada et le ton de crédit, impactent principalement les écarts et les rendements attendus. En fait, nous considérons les BCRLs comme étant similaires aux actions privilégiées à taux rajusté, mais plus liquides et assorties de paiements d'intérêt plutôt que de dividendes.

Bien que les BCRLs soient une option de financement généralement moins coûteuse que les actions privilégiées pour le moment, il est important d'analyser si les BCRLs demeureront plus avantageux du point de vue de l'émetteur sur un horizon à moyen terme. Certes, si l'appétit pour le risque se dissipe et que les écarts de crédit s'élargissent, les investisseurs exigeront vraisemblablement une compensation plus élevée pour les futurs BCRLs et les émetteurs ne rachèteront pas autant d'actions privilégiées qu'indiqué dans la section précédente.

Notre scénario de base est que les taux d'intérêt resteront dans une fourchette à court terme et que le sentiment de crédit général demeurera positif. En ce qui concerne les taux, la Banque du Canada et la Réserve fédérale ont ancré les taux de rendement à court terme plus bas pour soutenir l'économie, tout en achetant des obligations le long de la courbe de rendement afin de maintenir des taux d'intérêt bas plus longtemps, ce qui aide à financer les énormes mesures de relance de leurs gouvernements. Pour le ton de crédit, le soutien aux produits de crédit dans le monde entier est sans précédent, tant de la part des gouvernements que des banques centrales. Notamment, la Réserve fédérale s'est engagé à acheter jusqu'à 750 milliards de dollars américains d'obligations de sociétés et de fonds négociés en bourse constitués d'obligations de sociétés. Les programmes d'assouplissement quantitatif de la Banque du Canada comprennent également désormais un programme d'achat d'obligations de sociétés de 10 milliards de dollars (et il reste une grande marge de manœuvre en cas de besoin, puisque seulement 139 millions de dollars ont été utilisés jusqu'à présent<sup>7</sup>). Le déluage des nouveaux programmes de relance budgétaire et monétaire, combiné à la réouverture des économies mondiales, a aidé à resserrer les écarts de crédit de plus de 60 points de base depuis le sommet de la crise de la COVID-19 en mars et devrait continuer à soutenir les produits de crédit.

<sup>7</sup> Au 31 juillet 2020.

<sup>8</sup> Déductibilité fiscale des paiements d'intérêts pour l'émetteur (pas pour les paiements de dividendes). Nous utilisons le taux d'imposition effectif moyen de 18 % des six grandes banques pour le calcul après impôt.

## QU'EST-CE QUI A MENÉ AUX BCRLs?

On pourrait être surpris que le BSIF ait permis à la RBC d'aller de l'avant avec sa proposition, dans laquelle les BCRLs (un instrument de dette) sont considérées comme du capital AT-1. Nous croyons que le BSIF a accepté pour deux raisons :

.....

Les BCRLs représentent une alternative de financement de capital AT-1 généralement moins chère. Les actions privilégiées sont devenues très onéreuses à émettre avec les investisseurs exigeant des écarts plus élevés pour compenser la baisse des taux de référence. Par exemple, selon nos estimations, au 30 Juin, la RBC aurait dû imprimer une action privilégiée avec un taux rajusté d'environ 500 points de base au-dessus du taux de rendement à 5 ans du Canada, soit un coupon de dividende d'environ 5,5 %, pour attirer suffisamment d'intérêt des investisseurs. Cela est beaucoup plus que le 4,5 % d'intérêt (ou 3,7 % après la déductibilité fiscale pour les sociétés<sup>8</sup>) payé par RBC sur ses BCRLs. En fait, il a été si coûteux d'émettre de nouvelles actions privilégiées que la dernière fois qu'une banque a émis une action privilégiée au Canada c'était la Banque TD et la CIBC, toutes deux en mai 2019.

.....

Les BCRLs aident les banques à diversifier leur base d'investisseurs pour leur capital AT-1. En fait, les BCRLs ont été offerts qu'aux investisseurs institutionnels afin de s'aligner sur les normes en Europe et aux États-Unis, où les banques émettent leurs titres à revenu fixe les plus risqués principalement aux investisseurs institutionnels depuis des années. Les investisseurs institutionnels n'ont toujours manifesté que peu d'intérêt pour les actions privilégiées canadiennes, principalement en raison du manque de liquidité. Ainsi, malgré le fait que les BCRLs de la RBC offrent un rendement inférieur à celui des actions privilégiées, ses caractéristiques de meilleure liquidité, combiné à leur rendement plus attrayant vis-à-vis le marché obligataire traditionnel, ont aidé la RBC à trouver plus de 100 acheteurs institutionnels.

La RBC a brisé la glace et a émis ses BCRLs avec un écart de 4,137 % par rapport au taux de rendement à 5 ans du Canada, mais si le sentiment de crédit continue de s'améliorer et que la demande pour les BCRLs reste forte, il serait réaliste de voir les émetteurs arriver sur le marché avec un écart moins élevé. Dans ce scénario (qui est notre scénario de base), non seulement les actions privilégiées dont les écarts de rajustement sont élevés ( $\geq 380$  points de base) seront intéressantes à racheter pour l'émetteur, mais aussi celles dont les écarts de rajustement se situent entre 300 et 375 points de base, ce qui augmentera le taux de rachats et créera un effet de rareté encore plus marqué.

## Des perspectives positives pour les actions privilégiées

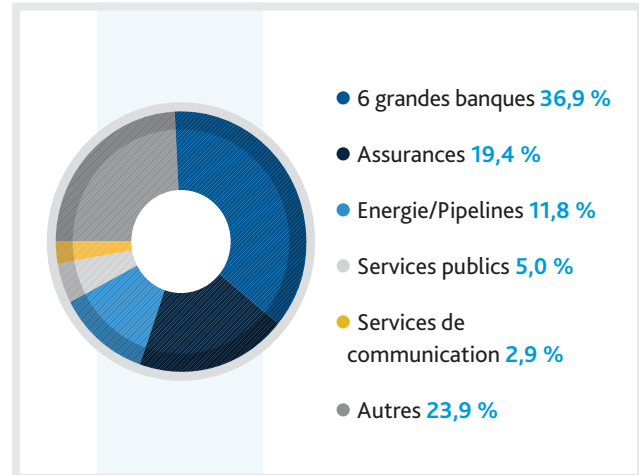
Jusqu'à présent, nous avons constaté que les BCRLs changent la donne pour les actions privilégiées, mais il existe également d'autres raisons pour les investisseurs canadiens de détenir des actions privilégiées, à savoir une qualité de crédit élevée des émetteurs et un rendement de dividende intéressant.

### Qualité de crédit élevée des émetteurs

Comme c'est le cas pour tous les autres produits à revenu fixe de crédit, le point crucial pour les investisseurs est d'évaluer la capacité des entreprises à payer ces revenus, surtout pendant les crises économiques comme la pandémie de la COVID-19. Donc, la priorité numéro un consiste à évaluer l'exposition d'une entreprise à une activité économique plus faible (par exemple, pertes de revenus, coûts fixes et perturbations de la production) et sa capacité à résister à la tempête (niveaux de liquidité, structure efficace du capital, etc.)

Au moment de la rédaction du présent document, aucun émetteur d'actions privilégiées canadiennes n'a coupé ses dividendes et nous croyons qu'aucun d'entre eux soit actuellement exposé à ce risque. En fait, selon nos mesures, plus des trois quarts de l'indice d'actions privilégiées S&P/TSX se composent de sociétés de très grande qualité qui sont bien équipées pour faire face à la conjoncture macroéconomique actuelle. Plus précisément, il s'agit : des six grandes banques, qui représentent sans doute l'un des systèmes bancaires les plus sûrs au monde; de pipelines et de compagnies de services publics, qui tirent la plupart de leurs revenus d'actifs réglementés et de contrats à long terme; ainsi que d'entreprises de télécommunications et de grandes compagnies d'assurance-vie, qui ont des bilans solides et ont été peu touchées par la pandémie.

### Allocation - Indice d'actions privilégiées S&P/TSX



Source : Fiera Capital via Bloomberg, au 31 juillet 2020

### Rendement du dividende attrayant

Malgré le récent rebond des actions privilégiées, les investisseurs sont toujours très bien rémunérés pour détenir la catégorie d'actif, avec l'indice des actions privilégiées S&P/TSX ayant un rendement du dividende de 1,7 % de plus que le rendement d'intérêt des obligations américaines à rendement élevé (après avoir considéré l'avantage fiscal des dividendes par rapport aux revenus d'intérêts pour investisseurs<sup>9</sup>) et un impressionnant rendement de 5,3 % de plus que les obligations de sociétés canadiennes en date du 31 juillet. Pour mettre cela en perspective, les investisseurs peuvent obtenir un rendement de 6,25 % (après l'avantage fiscal) en détenant des actions privilégiées de la CIBC, qui se négocient également à escompte et pourraient éventuellement être rachetées au pair à la prochaine date de rajustement, comparativement à un rendement de 4,30 % en détenant des obligations échéant en 2027 de Ford Motor, un émetteur qui a été touché par la pandémie et qui a une notation BB + avec une perspective négative de S&P Ratings.<sup>10</sup>

Bien que les rendements des actions privilégiées soient effectivement attrayants, les investisseurs peuvent être préoccupés par son aspect flottant, surtout dans le contexte actuel de bas taux. Environ 77 % de l'indice est composé d'actions privilégiées à taux rajusté dont les rendements sont rajustés tous les cinq ans avec un écart fixe et prédéterminé au-dessus du taux de rendement à 5 ans du Canada (une autre tranche de 1,2 % est composée d'émissions à taux variable).

<sup>9</sup> Nous avons utilisé un facteur de 1,25x comme approximation basée sur le traitement fiscal le plus récent de l'Ontario pour les dividendes par rapport aux revenus d'intérêts pour les investisseurs.

<sup>10</sup> Au 31 juillet 2020.



Donc, au fur et à mesure que les actions privilégiées à taux rajusté sont rajustées avec un taux de rendement à 5 ans du Canada inférieur à celui qu'elles s'étaient basées à la date de rajustement précédente, il est compréhensible qu'il y ait de l'inquiétude à ce que les rendements des actions privilégiées ne soient pas aussi généreux à l'avenir.

#### Taux de rendement des indices de revenu fixe traditionnel

	Taux de rendement avant impôts	Taux équivalent avec l'avantage fiscal
Indice d'actions privilégiées S&P/TSX	5,73 %	7,16 %
Indice Solactive Laddered Canadian Preferred Share (rendement global)	5,99 %	7,49 %
L'indice des obligations universelles FTSE Canada	1,20 %	1,20 %
L'indice des obligations de sociétés FTSE Canada	1,87 %	1,87 %
L'indice des obligations de sociétés notées BBB FTSE Canada	2,35 %	2,35 %
L'indice des obligations américaines à rendement élevé Bank of America Merrill Lynch	5,46 %	5,46 %

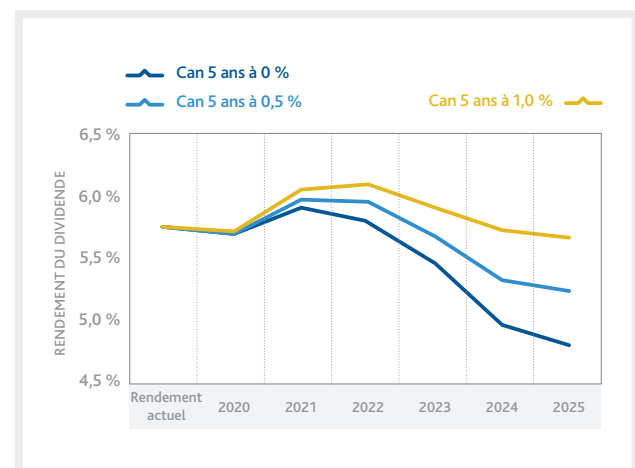
Source : Fiera Capital via Bloomberg, au 31 juillet 2020

Toutefois, l'impact de la baisse des taux d'intérêt sur le rendement des actions privilégiées est probablement moindre à ce que l'on pourrait penser. En fait, le taux de rendement à 5 ans du Canada n'était pas beaucoup plus élevé il y a cinq ans, oscillant autour de 0,60 % entre 2015 et 2016. Donc, même si 46 % des actions privilégiées à taux rajusté de l'indice seront rajustées dans les deux prochaines années, elles le feront sur la base d'un taux de rendement à 5 ans du Canada à peine

inférieur à leur date de rajustement précédente. De plus, le rendement de remboursement anticipé (« yield-to-call ») des actions privilégiées qui seront très probablement rachetées est actuellement inférieur au rendement de l'indice de 5,73 %<sup>11</sup>. Donc, une fois ces émissions rachetées (et sorties de l'indice), cela aidera à soutenir le rendement des actions privilégiées. Ainsi, si le taux de rendement à 5 ans du Canada se maintient autour de 0,5 % et que nos hypothèses de rachats se concrétisent, le rendement de l'indice augmenterait de 24 points de base d'ici la fin de 2021.

L'impact de la baisse des taux d'intérêt est certes plus significatif par la suite, avec le taux de rendement de l'indice diminuant de 53 points de base après cinq ans (toutes choses étant égales par ailleurs). Cela dit, le rendement du dividende resterait supérieur à 5,2 % (ou 6,5 % après l'avantage fiscal), ce qui se compare encore très favorablement aux autres catégories d'actifs traditionnels de revenu fixe. De plus, un taux à 5 ans d'environ 0,5 % pour toujours est un scénario très pessimiste, car cela suppose une reprise économique extrêmement lente à la suite de la pandémie actuelle (ou une autre récession dans un avenir rapproché). Nous nous attendons à ce que les taux d'intérêt restent dans la même fourchette pendant les 1 à 2 prochaines années, mais à mesure que l'économie se remettra de la pandémie et que les investisseurs regarderont au-delà des importants déficits publics, les taux devraient se normaliser à la hausse, créant ainsi un autre catalyseur important à plus long terme pour des gains de capital potentiels.

#### Analyse de sensibilité du rendement du dividende de l'indice d'actions privilégiées S&P/TSX



Source : Fiera Capital via Bloomberg, au 31 juillet 2020. Sur la base des hypothèses internes de Fiera concernant toutes les structures d'actions privilégiées, y compris les hypothèses d'extension/rachat

## **Au final : à cheval donné on ne regarde pas la bride**

Il n'y a pas de doute que les BCRLs sont un catalyseur important pour les investisseurs en actions privilégiées. Les nouvelles émissions des banques, des compagnies d'assurance-vie et des sociétés non-financières solides vont diminuer (potentiellement drastiquement) au cours des 2 à 3 prochaines années, mais surtout, nous pensons qu'il y aura sans aucun doute une vague massive de rachats qui est, en fait, déjà commencée. Ces rachats inciteront probablement les gestionnaires passifs et autres investisseurs à acheter des quantités importantes dans un marché relativement illiquide, ce qui supportera le marché en général et permettra aux gestionnaires actifs de tirer profit de la situation. En ajoutant à cela la grande qualité des émetteurs et le rendement du dividende impressionnant du marché des actions privilégiées, cette classe d'actifs, souvent négligée, devrait connaître des jours heureux.

---

**Nicolas Normandeau, M. Sc., CFA**  
**Vice président et gestionnaire de portefeuille**  
Équipe Revenu fixe intégré, Corporation Fiera Capital

---

[fiera.com](http://fiera.com)

---

Ces renseignements sont préparés par Corporation Fiera Capital (« Fiera Capital ») et ne sont destinés qu'aux résidents du Canada. Les renseignements et les opinions exprimés aux présentes sont fournis à titre informatif seulement, peuvent changer et ne devraient pas être considérés comme le fondement des décisions de placement ou d'aliénation. Le rendement passé n'est pas garant des résultats futurs. Tous les placements présentent un risque de perte et rien ne garantit que les avantages énoncés aux présentes seront réalisés. Les évaluations et les rendements sont calculés et présentés en dollars canadiens, sauf indication contraire.

Les renseignements fournis aux présentes ne constituent pas des conseils en placement et il ne faut pas s'y fier comme tel. Il ne devrait pas être considéré comme une sollicitation d'achat ou une offre de vente d'un titre. Il ne tient pas compte des objectifs, des stratégies, du statut fiscal ou de l'horizon de placement particuliers d'un investisseur. Il n'y a aucune déclaration ni garantie quant à l'exactitude actuelle des décisions fondées sur ces renseignements et il n'y a aucune responsabilité à cet égard. Les avis exprimés aux présentes reflètent un jugement à la date de publication et peuvent changer. Bien que les énoncés de fait et les données contenues dans la présente présentation aient été obtenus de sources que nous jugeons fiables et qu'ils soient fondés sur celles-ci, nous ne garantissons pas leur exactitude, et ces renseignements pourraient être incomplets ou condensés. Aucune responsabilité ne sera acceptée pour toute perte ou tout dommage direct, indirect ou consécutif de quelque nature que ce soit découlant de l'utilisation de tout ou partie de ce matériel.

Les opinions exprimées concernant une entreprise, un titre, une industrie ou un secteur de marché particulier ne doivent pas être considérées comme une indication de l'intention de négociation des fonds ou des comptes gérés par une entité de Fiera Capital. Chaque entité de Fiera Capital fournit des services de conseil en investissement ou offre des fonds d'investissement uniquement dans les juridictions où ce membre et/ou le produit concerné est enregistré ou autorisé à fournir de tels services en vertu d'une exemption d'enregistrement.