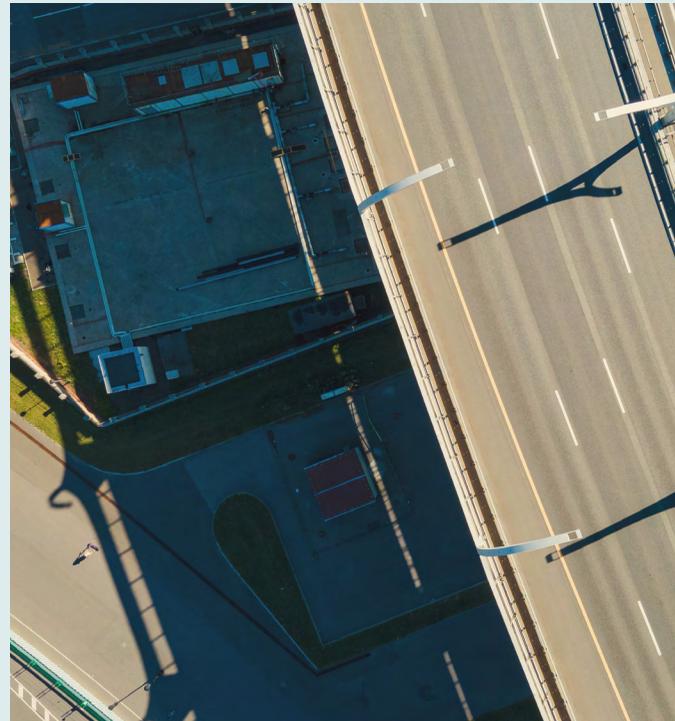
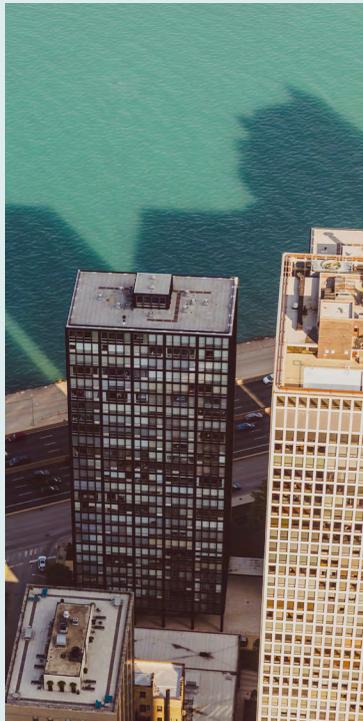


Mi-année 2024



# Perspectives de placement mondiales



Titres à revenu fixe | **SLC**

**CRESCENT**



**InfraRed**  
Capital Partners

# Lettre de Steve Peacher

Je suis heureux de présenter les perspectives de placements mondiaux de la mi-année 2024, dans un contexte crucial pour les marchés et l'économie mondiale. En ce milieu d'année, les banques centrales d'Europe et du Canada ont prudemment procédé à de premières baisses de taux, mais en précisant qu'il ne s'agissait pas nécessairement de l'amorce d'un cycle. Entre-temps, les yeux sont rivés sur la Réserve fédérale américaine et d'autres décideurs politiques. Ces intervenants ont semblé prudents quant à une activité d'assouplissement soutenue jusqu'à ce que d'autres indicateurs d'inflation offrent des signaux plus clairs sur le meilleur moment pour commencer à réduire les taux. La question de savoir si les données permettront aux banques centrales de procéder à des assouplissements substantiels reste une source d'incertitude au milieu de 2024.

On s'attend généralement à ce que les discussions sur l'inflation, les signaux des banques centrales et les environnements de taux élevés persistants continuent d'alimenter l'humeur du marché pour le reste de l'année et au-delà. Mais ce que je trouve remarquable, c'est l'incidence que les éventuelles divergences d'opinions, d'attentes et de politiques ont eue sur les risques et les possibilités auxquels les investisseurs font face.

Dans ces perspectives de placements mondiaux, le large éventail de spécialistes des placements de Gestion SLC offre un éclairage sur ces questions. Dans les pages qui suivent, nous abordons tous les sujets – titres à revenu fixe, crédit privé, immobilier et infrastructures –, ainsi que le contexte économique mondial et la manière dont il pourrait toucher les secteurs de l'assurance et des régimes de retraite. Les marchés mondiaux étant probablement à un tournant, l'éventail des possibilités s'étend aux régions, aux catégories d'actifs et aux horizons temporels, tout comme les difficultés dont les investisseurs doivent être conscients.

L'année civile 2024 a été marquée par des changements remarquables. J'espère que nos perspectives de mi-année vous aideront à vous positionner dans les mois et les années à venir. C'est une rare occasion de savoir ce que pensent les spécialistes des placements de Gestion SLC, de BGO, d'InfraRed et de Crescent Capital du même coup. Je considère que cela est une composante essentielle de notre engagement à fournir de l'information utile, un leadership éclairé et des ressources attrayantes à nos parties prenantes.

Cordialement,



**Steve Peacher**  
Président, Gestion SLC



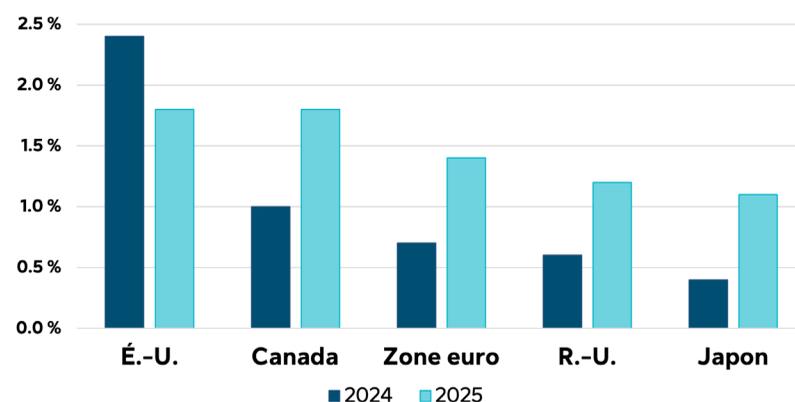
# Perspectives macroéconomiques

Les changements de politiques, la modération des dépenses de consommation et le risque géopolitique donnent le ton pour le prochain semestre de 2024

## La croissance aux États-Unis surpassera celle de ses pairs

L'économie américaine s'est démarquée au cours des dernières années, en se plaçant en tête des pays du G7 pour ce qui est de la croissance du PIB réel. La résilience des consommateurs américains en a été le principal moteur. Soutenus par un marché du travail étonnamment fort, qui a résisté aux sombres prévisions, les consommateurs ont continué à dépenser. L'inflation diminue et les salaires réels demeurent élevés. Cependant, l'activité devrait ralentir durant le second semestre de cette année, car la demande des consommateurs devrait s'essouffler.

### Perspectives de croissance du PIB pour les principales économies



Source : Enquête mensuelle de Bloomberg, 2024. Les prévisions ci-dessus reposent sur des estimations, et il n'y a aucune garantie que les estimations seront réalisées.



Dec Mullarkey

Directeur général, stratégie de placement et répartition de l'actif

Le marché de l'emploi se rééquilibre également alors que le nombre d'offres d'emploi diminue. Les taux de départs volontaires, qui agissent comme un indicateur de la volonté de changer d'emploi, reviennent également aux niveaux d'avant la pandémie.

Le marché de l'emploi a bénéficié de gains en ce qui concerne l'offre. L'immigration est en hausse et le taux de participation au marché du travail des travailleurs dans la force de l'âge, soit ceux âgés de 25 à 54 ans, a atteint son niveau le plus élevé des 10 dernières années. Ces tendances ont permis de compenser la vague de départs à la retraite anticipés des plus de 54 ans qui s'est produite pendant la pandémie.

## Les consommateurs des États-Unis deviennent prudents

Les consommateurs contribuent lentement à la réduction de la demande en raison de préoccupations liées aux prix et de l'augmentation de l'endettement. De nombreuses grandes banques ont indiqué, lors de leurs plus récentes présentations sur les résultats, que le crédit à la consommation se porte généralement bien, mais que les défauts de paiement, bien qu'initialement à un niveau historiquement bas, commencent à augmenter. Pour l'instant, la plupart des banques ont qualifié cette variation de normalisation par rapport aux niveaux d'avant la pandémie, plutôt que de détérioration importante.

Pendant ce temps, les entreprises commencent à voir davantage de Clients exigeants qui recherchent de la valeur. C'est notamment le cas de certains grands détaillants en alimentation, qui ont réduit leurs prix afin de reconquérir les Clients qui se sont tournés vers des marques plus abordables.

Les prix élevés ont certainement rendu les consommateurs prudents. Ce recul est l'une des principales raisons pour lesquelles la croissance aux États-Unis devrait passer de 3 % au premier semestre de cette année à 2 % au deuxième semestre.

## Les banques centrales ont opté pour des réductions

Bien que la Réserve fédérale américaine maintienne toujours ses taux à la mi-année, d'autres grandes banques centrales ont déjà commencé à réduire les leurs. La Banque du Canada (BdC) a ouvert la voie en juin en réduisant ses taux de 25 points de base et, peu après, la Banque centrale européenne a fait de même. Il ne faut toutefois pas s'attendre à des chutes rapides et importantes. Si les deux banques centrales estiment que l'inflation va dans la bonne direction, elles ont toutes deux souligné qu'elles continueraient à dépendre des données et qu'elles ne s'engageraient pas à un rythme de réduction prescrit.

Les deux banques devaient devancer la Fed, car on s'attend à ce que le Canada et la zone euro enregistrent une croissance du PIB d'environ 1 % cette année, soit moins de la moitié des prévisions pour les États-Unis. Heureusement, après des mois de stagnation, l'inflation aux États-Unis connaît un nouveau ralentissement, ce qui a ravivé la perspective d'une baisse des taux de la Fed plus tard cette année.

Historiquement, lorsque les banques centrales mettent fin à un long cycle de resserrement, elles s'empressent de réduire les taux, principalement parce qu'elles ont attendu trop longtemps et qu'une récession se profile à l'horizon. Mais il ne s'agit pas d'un cycle typique. La Fed, en particulier, a promis de tirer les leçons du passé et a cherché à préparer un atterrissage en douceur. Avec une combinaison raisonnable de compétences et de chance, cette quête se poursuit à un rythme mesuré, dépendant des données.

# Perspectives macroéconomiques



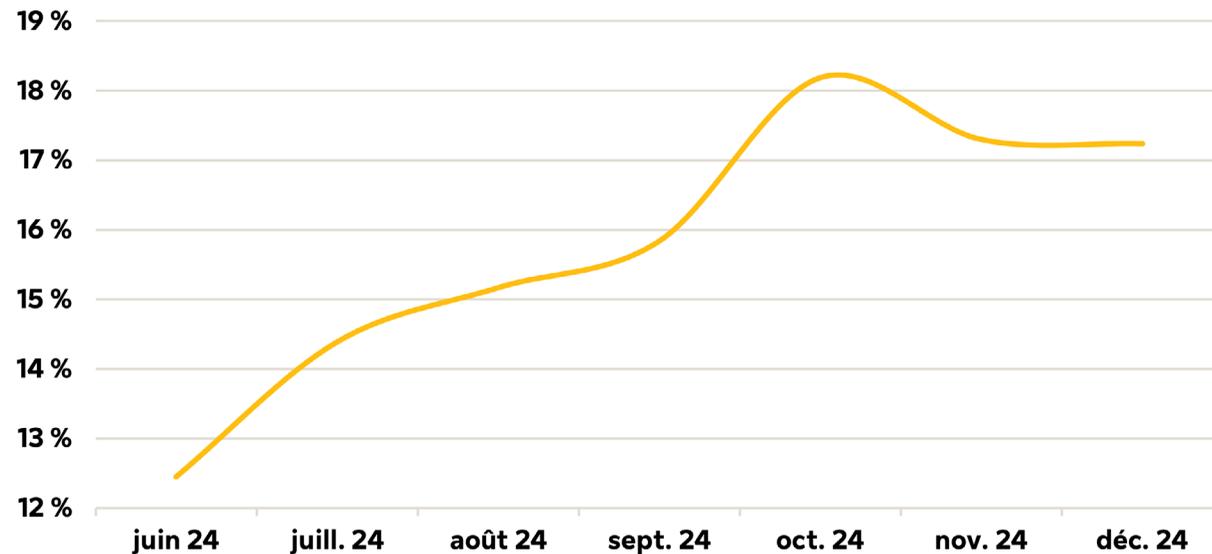
**Dec Mullarkey**

Directeur général, stratégie de placement et répartition de l'actif

## Le risque géopolitique augmente

Les marchés ne commencent habituellement à prêter attention aux élections présidentielles américaines qu'environ trois mois avant le scrutin. Comme le montre le graphique de la volatilité implicite des options, les marchés s'attendent à ce que la volatilité atteigne un sommet juste avant les élections et qu'elle demeure élevée jusqu'à la fin de l'année.

**Indice de volatilité VIX du Chicago Board Options Exchange pour l'indice S&P 500, volatilité implicite terme contre terme**



Source: Bloomberg, 2024.

Cette fois-ci, les principaux sujets abordés devraient être les impôts, les droits de douane et l'immigration. Rappelons que, quels que soient les changements promis par les candidats à la présidence, ils ne pourront les mettre en œuvre que s'ils obtiennent l'accord des deux autres branches du gouvernement. À cet égard, les marchés préfèrent généralement un gouvernement divisé, c'est-à-dire lorsqu'un seul parti ne contrôle pas toutes les branches du gouvernement, permettant ainsi davantage de freins et de contrepoids. C'est le résultat auquel s'attendent la plupart des prévisionnistes.

Les droits de douane stratégiques et les sanctions à l'encontre de la Chine font l'objet d'un accord bipartite. À mesure que les promesses électorales se multiplieront, les marchés chercheront à en évaluer l'impact. La volatilité liée aux risques commerciaux et géopolitiques devrait donc augmenter. Ce type d'incertitude tend à favoriser un dollar fort, car la monnaie des États-Unis est perçue comme une valeur refuge, même si le pays est à l'origine du risque géopolitique.

## Plus élevé pour plus longtemps

La Fed a également revu à la hausse ses prévisions du taux des fonds fédéraux, le taux à court terme nécessaire pour faire rouler l'économie à un rythme stable. Dans le passé, un taux de 2,5 % semblait assez bien. Mais récemment, la Fed a revu ses estimations à la hausse et les a rapprochées de 2,8 %.

La persistance des déficits budgétaires, la demande durable en capital et le fait que les conditions financières semblent moins sensibles que prévu aux taux de la Fed mènent à une remise en question du taux cible ou du taux neutre. De plus, différentes études indiquent qu'une fourchette de 3,25 % à 3,5 % pourrait être nécessaire.

Le président de la Fed, Jerome Powell, a déclaré que les taux ne reviendraient pas aux niveaux très bas que nous avons connus au cours du dernier cycle. Ainsi, au-delà des réductions de taux, le taux neutre est un autre élément important du tableau de la Fed, car ce taux est un élément de base pour calculer les rendements du marché et le coût du capital.

Sources : Bloomberg, Réserve fédérale américaine, 2024.

# Titres à revenu fixe de première qualité

Après la baisse des taux de juin, les regards se tournent vers les éventuelles différences de politique entre le Canada et les États-Unis

## Première réduction des taux

Dans un contexte où l'inflation tend à baisser dans la partie supérieure de la fourchette de 1 % à 3 %, la Banque du Canada (BdC) a profité de l'occasion pour abaisser le taux de financement à un jour de 25 points de base en juin, le ramenant ainsi à 4,75 %. L'insaisissable atterrissage en douceur semble toujours se produire, la croissance demeurant légèrement positive et le marché du travail s'affaiblissant légèrement par rapport au taux de chômage historiquement bas. Durant sa conférence de presse, la BdC a indiqué qu'à mesure que sa confiance dans l'atteinte des cibles d'inflation augmente, il pourrait être raisonnable de s'attendre à d'autres réductions. Le marché a réagi à la possibilité de nouvelles réductions du taux de financement à un jour, ce qui a fait baisser les taux des obligations à deux ans d'État canadiennes, nous a permis de surpasser les États-Unis et a rapproché le taux de financement à un jour prévu à la fin de l'année de 4,00 %.

Au cours de la deuxième moitié de l'année, les investisseurs surveilleront de près la capacité de la BdC à abaisser ses taux si la Réserve fédérale américaine est moins encline à faire de même. Si l'inflation a baissé aux États-Unis, elle semble s'être stabilisée dans une nouvelle fourchette légèrement supérieure à 3 %, la croissance économique et le marché du travail ayant été plus forts aux États-Unis qu'au Canada. Si l'on ajoute à cela les dépenses considérablement plus élevées du gouvernement américain augmentant le déficit, la Fed pourrait se montrer plus réticente à suivre les baisses de taux de la BdC. Cela pourrait signifier que de nouvelles réductions de taux par la BdC exerceront une pression sur le dollar canadien. Au second semestre,

la courbe de rendement au Canada pourrait continuer à se normaliser (c'est-à-dire à s'accroître) à partir de son inversion actuelle, sous l'effet d'une baisse des taux à court terme.

## L'écart de taux à long terme entre le Canada et les États-Unis pourrait se poursuivre

Plus loin sur la courbe de rendement, les taux des obligations du Canada ont nettement dépassé les taux des obligations fédérales des États-Unis et ont atteint des niveaux records, les États-Unis ayant émis un volume disproportionné de titres de créance à long terme. Comme les deux candidats aux élections américaines semblent vouloir continuer à dépenser et que les États-Unis sont plus enclins que le Canada à émettre des obligations à long terme pour obtenir du financement, cet écart important



Randall Malcolm

Directeur général principal et gestionnaire de portefeuille, placements publics à revenu fixe

entre les taux de rendement à long terme du Canada et des États-Unis pourrait persister au cours du second semestre de 2024.

Sur les marchés canadiens du crédit, nous avons constaté un volume d'émissions très important de la part des émetteurs provinciaux et du secteur privé jusqu'à présent en 2024. La plupart des programmes provinciaux à cet égard augmentant leur taille pour financer des dépenses déficitaires supplémentaires, de nombreuses provinces ont pris des mesures énergiques en 2024 pour émettre des titres de créance. À la fin du mois de mai, l'offre provinciale en dollars canadiens dépassait largement les niveaux de 2023 pour le même mois. Cependant, les provinces ont également eu grandement recours aux marchés internationaux pour répartir l'offre supplémentaire, ce qui a porté l'offre totale, toutes monnaies confondues, des provinces depuis le début de l'année 2024 à plus du double des niveaux d'offre pour la même période en 2023. Le recours aux marchés internationaux pour obtenir du financement supplémentaire a contribué à maintenir les écarts de taux des obligations émises par les provinces du Canada relativement stables jusqu'à présent cette année. Comme on s'attend à ce que l'offre soit concentrée en début d'année en 2024, on pourrait voir une baisse de l'offre au deuxième semestre, combinée à l'afflux de capitaux des investisseurs dans les obligations, ce qui donnerait l'occasion aux écarts de taux des obligations provinciales de se resserrer par rapport à leurs niveaux actuels.

À la fin du mois de mai 2024, l'offre obligataire des sociétés s'élevait à 57 milliards de dollars canadiens, comparativement à une moyenne sur 10 ans de 48 milliards. Bien qu'elles soient très élevées, il convient de noter que les émissions de banques représentent une part plus faible de l'offre, car les banques voient des niveaux d'émission plus attrayants sur d'autres marchés. Malgré l'augmentation de l'offre, les écarts de taux des obligations de sociétés se sont resserrés jusqu'à présent en 2024, soutenus par des données fondamentales solides comme des bénéfices élevés et des apports de capitaux constants sur les marchés des titres à revenu fixe. Si la BdC continue d'abaisser ses taux, la croissance économique pourrait s'accroître et les données fondamentales du crédit s'améliorer. Si l'on ajoute à cela des apports de capitaux favorables dans les obligations, les écarts de taux des obligations de sociétés canadiennes pourraient se comprimer et rattraper ceux d'autres grands marchés sur lesquels ils ont récemment pris du retard.

Source : Bloomberg et Banque du Canada, 2024.

# Titres à revenu fixe de qualité inférieure

Une éventuelle réorientation de la politique monétaire pourrait renforcer les occasions liées aux titres de qualité inférieure

## Les rendements du crédit sont solides, indépendamment des fluctuations des taux

Les investisseurs entament la deuxième moitié de 2024, l'attention continue de se porter sur la possibilité d'une baisse des taux, ce qui, selon nous, constitue une approche à courte vue. Avec des taux de base élevés qui se traduisent par des coupons élevés à un chiffre en date de juin 2024, les investisseurs n'ont pas besoin de réductions de taux pour générer des rendements attrayants, à notre avis. Les données économiques récentes des États-Unis démontrent de la résilience. L'Organisation de coopération et de développement économiques prévoit une croissance du PIB des États-Unis de 2,6 % en 2024, soit la plus élevée des économies du G7 et bien supérieure à la moyenne américaine de 2,1 % sur 20 ans. Nous pensons que dans le contexte actuel, le revenu des coupons suffit à la plupart des investisseurs pour respecter ou dépasser leurs exigences de rendement.

Un marché du travail fort, combiné à des dépenses de consommation saines, soutient l'économie américaine. La croissance des bénéfices après la pandémie a permis d'atténuer l'incidence de l'augmentation du coût du service de la dette. Au premier trimestre de 2024, le bénéfice avant intérêts, impôts et amortissements (BAIIA) des émetteurs de prêts à effet de levier a augmenté de 3 %, selon Pitchbook/LCD. Il s'agit du quatorzième résultat positif consécutif depuis le quatrième trimestre de 2020. Les taux d'intérêt se sont stabilisés et le BAIIA continue de croître, ce qui se traduit par une amélioration de 0,2x du ratio de couverture des intérêts depuis le troisième trimestre de 2023. Le ratio est d'environ 4,4x en juin 2024.

## Valorisations bon marché pour les titres cotés CCC

Les tensions sur le marché du crédit et les défaillances sont relativement faibles, mais il y a des segments du marché où le sentiment dominant est beaucoup moins optimiste. Par exemple, les obligations cotées CCC sur le marché américain des obligations à rendement élevé se négocient à fort escompte par rapport aux obligations cotées BB et B. Selon



John Fekete

Directeur général et chef des marchés financiers

Goldman Sachs, le ratio de l'écart entre l'indice CCC et l'indice élargi, une mesure du caractère relativement bon marché, se situe au 98e rang centile en juin 2024, sur une période de 20 ans. Le coût élevé du capital auquel sont confrontés les emprunteurs cotés CCC a creusé l'écart actuel, plus large que dans 98 % des cas ces 20 dernières années.

L'augmentation récente des placements initiaux a réduit l'imminence de l'échéance d'un bloc de dettes, en repoussant les échéances et en réduisant la probabilité que les emprunteurs tombent en défaillance. Cette arrivée à échéance est souvent évoquée et fait les manchettes, mais est rarement un facteur déterminant pour les marchés.

Le fait que la Réserve fédérale américaine ait annoncé qu'elle ne relèverait plus ses taux donne le feu vert aux investisseurs pour tirer parti des opérations de portage sur les marchés des titres à revenu fixe. Nous croyons qu'il pourrait y avoir certaines occasions à saisir dans le marché des placements à taux variable. En outre, les prêts syndiqués et les titres garantis par des prêts pourraient se trouver dans une situation idéale, les taux de rendement étant suffisamment élevés pour attirer des capitaux, mais suffisamment bas pour faciliter le refinancement sur un marché robuste de nouvelles émissions. D'après notre analyse, un portefeuille mixte d'obligations à rendement élevé, de prêts syndiqués et de titres mezzanines garantis par des prêts pourrait actuellement produire des rendements d'environ 9 % à 11 %, selon les rendements prévus des indices correspondants\*.

## Un point d'inflexion pour les titres à revenu fixe

Nous semblons être au cœur d'un important virage monétaire, dans le cadre duquel la politique de taux d'intérêt pourrait passer d'un vent contraire à un vent porteur à un moment où le risque de récession est relativement faible, ce qui amènerait les investisseurs à trouver à nouveau de la valeur dans les titres à revenu fixe. Les taux de base élevés signifient que les instruments à revenu fixe peuvent protéger les portefeuilles contre la volatilité des actions et la fluctuation de la croissance, ce qui n'était pas le cas lorsque les taux étaient près de

zéro. Il y a un potentiel de croissance pour la plupart des investisseurs. Selon Pensions & Investments, la pondération des titres à revenu fixe traditionnels des plus importants régimes de retraite du secteur public américain était de 20,3 % de leur portefeuille total en 2023, contre 27,1 % en 2008.

Les perspectives du marché sur la croissance économique, l'inflation et les taux d'intérêt ont évolué au cours des six derniers mois. Toutefois, nous avons observé une croissance des revenus et du BAIIA chez les émetteurs les plus solides. Dans ce contexte, nous pensons que les investisseurs pourraient tirer parti de processus rigoureux de recherche, de placement et de constitution de portefeuille qui restent cohérents et qui peuvent donc contribuer à réduire les erreurs coûteuses. Cela peut aider à la constitution de portefeuilles plus durables qui génèrent des revenus élevés avec un risque de défaillance minimal.

Sources : Bloomberg, Pitchbook/LCD, Pensions & Investments, 2024.

\* Indices utilisés comme substituts de catégories d'actifs : indice Credit Suisse Leveraged Loan et indice J.P. Morgan Collateralized Loan Obligation au 31 mai 2024. Ces renseignements sont obtenus en combinant 50 % de la performance de l'indice Credit Suisse Leveraged Loan et 50 % de celle de l'indice J.P. Morgan Collateralized Loan Obligation. Les indices de titres de créance d'émissions publiques et privées montrés ici sont des indices de marchés largement utilisés pour évaluer globalement le profil de risque d'une stratégie de placement particulière. Les évaluations et le rendement peuvent fluctuer par la suite en fonction des conditions des marchés (ou d'autres variables). Les indices et les catégories d'actif servant à la comparaison sont fournis à titre indicatif seulement et ne doivent pas être considérés comme des indicateurs de la stratégie de placement de Crescent ni comme des mesures de comparaison adéquates, car il peut y avoir des différences entre le fonds de Crescent applicable et ces indices en raison des dates d'investissement et des stratégies variées. Les présentes comparaisons ont des limitations et des réserves inhérentes, comme la taille limitée de l'échantillon, l'accès incomplet à l'information et d'autres considérations. Il y a des différences importantes entre les types de titres et d'actifs habituellement acquis par les fonds de Crescent et les placements couverts par les indices de référence applicables. Certains indices peuvent tenir compte ou non du réinvestissement des dividendes, des intérêts ou des gains en capital. Par ailleurs, les indices ne sont pas gérés et ne sont pas soumis à des frais.

# Crédit privé de première qualité

Le marché pourrait être prêt à une croissance soutenue dans un environnement concurrentiel

## Une plus grande certitude pourrait renforcer les volumes

Depuis le début de l'année et jusqu'en juin 2024, le volume des émissions sur le marché du crédit privé de première qualité a connu une croissance modeste, mais constante, par rapport à la même période l'an dernier. L'activité sur le marché a commencé à un rythme plus lent en janvier et février 2024, mais en mars, le nombre d'émissions a augmenté considérablement et s'est maintenu depuis. Dans un contexte de stabilité accrue de l'économie, de diminution des craintes d'une récession importante et d'un consensus plus ferme sur le fait que les taux d'intérêt devraient rester élevés plus longtemps que prévu, nous observons une hausse de l'activité sur le marché par rapport à l'an dernier.

## Changements par rapport à l'année précédente et signaux possibles pour 2024

En ce milieu d'année 2024, nous avons relevé une série de tendances en évolution qui pourraient avoir une incidence sur le marché du crédit privé de première qualité pour le reste de l'année et les années à venir :

**Nombre d'émetteurs** – Un plus grand nombre d'émetteurs sont arrivés sur le marché par rapport à l'an dernier, plusieurs financements et projets ayant été mis sur la glace en 2023 en raison d'une baisse prévue des taux d'intérêt.

**Taille des opérations** – Plusieurs opérations de taille importante (plus d'un milliard de dollars) ont été conclues jusqu'à présent cette année, une tendance à la hausse depuis 2023, les deux plus importantes émissions représentant une opération de plus de 7 milliards de dollars dans le secteur des infrastructures et des pipelines et une opération de 2,3 milliards de dollars pour un financement par crédit-bail structuré dans le secteur industriel et manufacturier. Nous considérons que cette tendance illustre la demande croissante sur les marchés du crédit privé de première qualité, qui comptent une base d'investisseurs diversifiée et en constante expansion. Elle souligne également la capacité du marché à exécuter des opérations complexes de grande envergure. La tendance devrait se poursuivre à court terme.



**Andrew Kleeman**

Directeur général principal et co-chef des placements privés de sociétés



**Elaad Keren**

Directeur général principal et co-chef des placements privés de sociétés



**Nushi Kazemian**

Directrice générale, placements privés à revenu fixe

**Monnaies** – Jusqu'à présent en 2024, il y a eu une forte augmentation du volume d'opérations en monnaies autres que le dollar US par rapport à la même période en 2023, avec près de 50 % d'émissions supplémentaires en dehors de l'Amérique du Nord. Cela met en évidence la diversification, la souplesse et la profondeur des marchés actuels, à notre avis.

**Écarts** – Pour les investisseurs, l'avantage des opérations de grande envergure réside souvent dans le fait que les attentes en matière d'écart sont maintenues sans que les offres ne dépassent sensiblement le volume disponible, ce qui permet des occasions attrayantes quant à la valeur relative. Nonobstant les opérations de grande envergure, nous avons constaté cette année des dépassements de souscription importants pour les opérations de taille moyenne et inférieure, ce qui a renforcé la concurrence et parfois exercé une pression à la baisse sur les écarts. Dans l'ensemble, les écarts moyens pondérés ont connu une compression jusqu'à présent par rapport à l'an dernier, suivant une tendance similaire observée sur les marchés des obligations de sociétés ouvertes de première qualité. Nous pensons que la valeur relative par rapport au marché public demeure solide.

**Durée** – Depuis le début de l'année 2024, le volume de nouvelles émissions a été réparti de façon plus égale le long de la courbe des durées, une partie importante se trouvant dans la tranche des durées de 20 ans ou plus. Cette situation contraste avec celle de l'an dernier, où l'on avait observé davantage d'émissions à court terme et très peu d'émissions au-delà de 10 ou 15 ans. Un consensus s'est formé autour de la hausse des taux d'intérêt à court terme et de la croissance de l'économie, et nous constatons que les émetteurs fixent lentement et progressivement les taux sur des durées plus longues, lorsque cela s'avère judicieux, mais à des niveaux inférieurs à ceux d'avant les hausses des taux d'intérêt.

**Qualité du crédit** – Jusqu'à maintenant, en 2024, le volume d'opérations sur le marché du crédit privé de première qualité s'est déplacé vers l'extrémité inférieure de la courbe de la qualité (c'est-à-dire, « BBB »), alors qu'à la même période l'an dernier, le volume était réparti de façon plus égale sur la courbe de risque (c'est-à-dire, de « BBB » à « A »).

Ce déplacement en 2024 peut offrir des occasions attrayantes en ce qui a trait aux écarts et à la valeur relative sur des opérations de bonne qualité, mais il exige aussi plus de diligence et de rigueur dans l'évaluation du crédit.

**Secteurs** – Les émissions dans le secteur industriel ont été les plus nombreuses, suivies par les secteurs des produits financiers, des services collectifs et des transports. Les fiducies de placement immobilier et les services collectifs ont connu une hausse par rapport à l'année précédente, mais les écarts et la valeur relative restent limités dans ces secteurs. Nous avons constaté un ralentissement général du rythme du secteur des produits financiers par rapport à la croissance observée il y a quelques années. Le volume lié aux infrastructures a été robuste jusqu'à présent cette année, soutenu par un certain nombre d'opérations dans les secteurs de l'énergie, des transports et des infrastructures numériques (principalement des centres de données). L'immobilier continue de faire face à d'importants obstacles en raison des taux d'intérêt et de l'inflation élevés, d'une baisse des activités de placement et de changements fondamentaux dans des secteurs tels que celui des bureaux après la pandémie. Cependant, nous constatons une forte activité dans des secteurs plus spécialisés de l'immobilier commercial, tels que le financement par crédit-bail et les logements subventionnés par le gouvernement (p. ex. les logements sociaux, les refuges pour sans-abri et les foyers pour personnes âgées). En outre, les financements de fonds et les titres adossés à des actifs d'émission privée sont deux des segments en croissance du marché du crédit privé de première qualité qui continuent d'offrir un volume important et une valeur relative et une qualité robustes, diversifiant davantage le portefeuille de crédit privé de première qualité pour les investisseurs qui possèdent l'expertise des catégories d'actifs et qui disposent d'une vaste plateforme de montage.

Source : Private Placement Monitor, 2024.

## Crédit privé de première qualité



**Andrew Kleeman**

Directeur général principal et co-chef  
des placements privés de sociétés



**Elaad Keren**

Directeur général principal et co-chef  
des placements privés de sociétés



**Nushi Kazemian**

Directrice générale, placements privés  
à revenu fixe

### La volatilité pourrait créer des occasions

L'évolution des tendances que nous avons observée jusqu'à présent nous rend optimistes quant à une solide année de placement en 2024, quoique le dernier trimestre de l'année demeure incertain en raison des élections aux États-Unis. Bien que nous nous attendions à ce que le marché soit résilient, il reste à voir s'il connaîtra une forte volatilité des prix ou des liquidités des investisseurs. Il convient de noter que de telles périodes de volatilité pourraient également servir de terrain fertile pour les grands investisseurs expérimentés qui sont bien positionnés pour tirer parti d'une perturbation favorable des prix ou pour entreprendre des opérations attrayantes, qu'elles soient bilatérales ou dans le cadre de clubs d'investissement.



Source : Private Placement Monitor, 2024. Les cotes de première qualité des titres de nos portefeuilles de placements privés sont établies selon une méthode interne exclusive d'évaluation de crédit élaborée à partir de modèles maison ou achetés. Cette méthode est régulièrement examinée. Plus de détails seront fournis sur demande. Rien ne garantit que les mêmes cotes seraient attribuées aux titres en portefeuille s'ils étaient évalués de façon indépendante par une importante agence de notation.

# Crédit privé de qualité inférieure

Tirer parti d'occasions intéressantes liées au crédit privé dans un contexte de taux d'intérêt élevés

## Conditions de marché attrayantes pour les investisseurs en tous cycles économiques

Bien que les manchettes de cette année aient été dominées par les discussions sur la revitalisation des banques, la réalité est que les rendements, les structures et la documentation du crédit privé continuent d'offrir ce que nous considérons comme des occasions intéressantes pour les gestionnaires qui ont fait leurs preuves au cours des différents cycles de tirer parti de ce contexte de taux d'intérêt élevés.

Nous croyons que les ingrédients nécessaires à un retour des fusions et acquisitions sont en place : il y a un niveau élevé d'engagement en capital non affecté, des pressions de la part des commanditaires pour rembourser le capital, un marché du crédit privé profond et l'attente d'éventuelles réductions des taux. Bien que nous nous attendions à ce que le marché continue de fluctuer jusqu'à la fin de l'année en raison des élections aux États-Unis, des préoccupations géopolitiques et de l'attente d'un changement de cap de la part de la Réserve fédérale américaine, des pressions se font sentir pour déployer des capitaux et réaliser des investissements. Nous avons déjà constaté une reprise des activités cette année, puisque les rachats d'entreprise par effet de levier ont augmenté d'une année à l'autre pour la première fois depuis le premier trimestre de 2022.

Le crédit privé continue d'être le premier choix de financement des entreprises et des promoteurs, et il a été utilisé pour 85 % des activités de rachat, de fusion et d'acquisition cette année. Même si ce niveau élevé de financement au moyen de crédit privé ne se maintient pas, la proposition de valeur et le rôle permanent du crédit privé sont clairs, et nous considérons qu'il s'agit de la nouvelle ère de l'apport de capitaux aux entreprises.



Chris Wright

Président et chef des marchés privés



Chris Wang

Directeur général

## La segmentation du marché est importante

Des montants considérables de capitaux ont été rassemblés par les sociétés de regroupement de l'actif sur le marché du crédit privé, ce qui a créé une pression énorme pour déployer des capitaux sur le marché intermédiaire supérieur et dans le cadre des financements des sociétés à forte capitalisation, là où c'est possible de le faire en termes de taille et de portée. En raison de cette dynamique et de la concurrence avec les banques nouvellement revigorées, nous constatons de plus en plus une convergence de ce segment de marché avec les marchés des prêts syndiqués importants. Les modalités se ressemblent de plus en plus, avec des taux plus serrés, une documentation plus souple, des clauses restrictives moins strictes et un accès réduit à l'information. En outre, les portefeuilles axés sur le marché intermédiaire supérieur et les financements des sociétés à forte capitalisation se ressemblent généralement et manquent de différenciation, car ils sont contraints de participer à toutes les transactions de grande envergure qui se produisent sur le marché, sous peine de prendre du retard par rapport à leurs objectifs de déploiement.

Les grands gestionnaires sont passés à un marché supérieur pour remplacer les banques, et les marchés intermédiaire principal et intermédiaire inférieur restent moins concurrentiels, les financements étant satisfaits par un ou un petit nombre de prêteurs et les emprunteurs comptant sur un partenaire à valeur ajoutée pour les aider à faire croître leur entreprise. Dans ces marchés, les prêteurs ont plus d'influence et de contrôle sur la structure et la fixation des prix, et une plus grande capacité à intégrer des protections et des droits dans la documentation.

## Avantages d'être prêteur en titre et progression de la transférabilité

Le fait d'être prêteur en titre permet de disposer d'un bassin exclusif d'occasions d'investissement, car le prêteur en titre est généralement le premier à être sollicité en cas de besoin de capitaux supplémentaires. Le prêteur en titre possède également des connaissances uniques sur le rendement historique de l'entreprise et sur les capacités de l'équipe de direction, ce qui lui permet de proposer à l'entreprise un nouveau financement avec efficacité, rapidité et conviction.

Aujourd'hui, le statut de prêteur en titre peut être intégré dans les opérations pour les crédits de grande qualité, en raison du recours croissant aux dispositions relatives à la transférabilité. La transférabilité permet de conserver l'ensemble des dettes existantes lors d'un changement de contrôle et permet au prêteur en titre de rester investi dans un crédit bien connu. Les dispositions relatives à la transférabilité sont de plus en plus répandues, les emprunteurs refinançant ou modifiant la structure de leur dette en prévision des échéances à venir, tout en envisageant une sortie à court ou moyen terme.

# Crédit privé de qualité inférieure



Chris Wright  
Président et chef des marchés privés



Chris Wang  
Directeur général

## L'importance de faire preuve de discipline

Il existe aujourd'hui de nombreuses occasions intéressantes dans le secteur du crédit privé pour ceux qui ont l'expérience et le savoir-faire nécessaires pour investir dans plusieurs cycles et qui ont l'habitude de faire preuve de discipline. Cependant, de nombreux pièges guettent les gestionnaires moins expérimentés et moins disciplinés, qui n'ont peut-être pas d'expérience en ce qui a trait aux placements sur différents cycles ou qui donnent simplement la priorité à l'obtention et au déploiement d'actifs.

Nous nous attendons à ce que le contexte actuel de taux plus élevés pour une plus longue période révèle quels gestionnaires ont réussi à faire preuve de discipline notamment dans la négociation de documents stricte et la surveillance active de leur portefeuille, et quels gestionnaires n'ont pas réussi. Il s'agit d'un contexte de marché où la sélection des gestionnaires est essentielle, et nous devrions assister à une dispersion croissante des rendements entre ceux qui cherchent à obtenir des actifs et les véritables investisseurs en crédit privé.

Sources : Leveraged Commentary & Data (LCD), PC & MM Q1 2024 Quarterly Stats, au 31 mars 2024.

Crescent a créé ce document à des fins pédagogiques seulement. Il ne doit pas être utilisé à d'autres fins. Les renseignements qu'il contient ne tiennent pas lieu d'offre de conseils ni d'offre à vendre ou à acheter des titres ou d'autres instruments financiers dans quelque territoire que ce soit, et ils ne doivent pas être considérés comme tels. Ces renseignements ne tiennent pas lieu de conseils en placement et ne doivent pas être considérés comme tels. Certains renseignements contenus dans ce document qui concernent des tendances économiques et des rendements peuvent s'appuyer sur des données fournies par des tiers indépendants. L'auteur et Crescent croient que les sources auprès desquelles ces données ont été obtenues sont fiables. Toutefois, ils ne peuvent pas garantir leur exactitude et n'ont pas fait vérifier de façon indépendante leur exactitude ou leur exhaustivité, ni les hypothèses sur lesquelles elles se fondent.



# Immobilier

## Vent d'optimisme pour les actifs immobiliers commerciaux canadiens



**Phil Stone**

Directeur général, chef de la recherche au Canada



**Michael Andrews**

Associé directeur, gestionnaire de portefeuille



**Christina Iacucci**

Associée directrice, responsable du Canada et première directrice des placements au Canada

### Les taux d'intérêt s'assouplissent en juin

La décision de la Banque du Canada en juin de réduire les taux d'intérêt est un signe positif pour le marché de l'immobilier commercial, à notre avis, car elle nous confirme que les nouveaux sommets atteints par les taux sont derrière nous. Alors que nous entamons la deuxième moitié de l'année 2024, l'inflation continue de ralentir, le marché du travail ralentit, et la croissance du PIB au premier trimestre, plus faible que prévu, a engendré le début du cycle d'assouplissement des taux de la Banque du Canada.

Le rythme des réductions devrait être progressif, la Banque du Canada prenant une décision à la fois, en invoquant la persistance du risque d'inflation à la hausse. Selon le consensus établi, on s'attend à des réductions cumulatives de 75 points de base pour 2024. Bien que l'allègement des taux d'intérêt soit une bonne nouvelle, il faudra du temps pour que les taux deviennent « stimulants » et aient une incidence sur l'économie réelle et les données fondamentales de l'immobilier. Une seule réduction ne suffira pas à alléger de manière significative le fardeau que représentent les intérêts auquel sont confrontés de nombreux consommateurs et entreprises. En outre, les taux de capitalisation de l'immobilier sont plus étroitement liés aux taux d'intérêt à long terme, qui ne connaîtront pas des baisses de la même ampleur alors que l'inversion de la courbe de rendement se normalisera.

Nous prévoyons que la croissance des revenus découlant de l'exécution des plans d'affaires quant aux biens immobiliers stimulera les rendements prospectifs. Néanmoins, la perspective d'une baisse des taux remonte le moral des occupants et des investisseurs à l'égard de l'immobilier commercial, ce qui devrait progressivement améliorer les activités de location et de transaction.

### Les évaluations ont atteint un creux; les données fondamentales de l'immobilier sont saines

Malgré le fait qu'au premier trimestre de 2024 on ait enregistré le plus faible volume d'opérations depuis le début de la pandémie (deuxième trimestre de 2020), plusieurs opérations de référence ont permis de mieux comprendre le prix des actifs. Les évaluations des biens

immobiliers semblent avoir atteint un creux dans la plupart des secteurs, à l'exception du marché des immeubles de bureaux, qui continue de faire face à des obstacles structurels et cycliques. Si les écarts acheteur-vendeur demeurent plus importants que d'habitude, le rajustement des attentes des vendeurs et la perspective d'une baisse des taux d'intérêt devraient contribuer à combler l'écart au cours du second semestre de l'année.

Les données fondamentales de l'immobilier demeurent exceptionnellement saines par rapport aux cycles précédents. Il y a peu de signes de surconstruction, sauf sur les marchés des immeubles de bureaux des centres-villes de Vancouver et de Toronto. Cependant, les deux marchés arrivent à la fin de leur cycle de développement, ce qui devrait contribuer à stabiliser les fondamentaux.

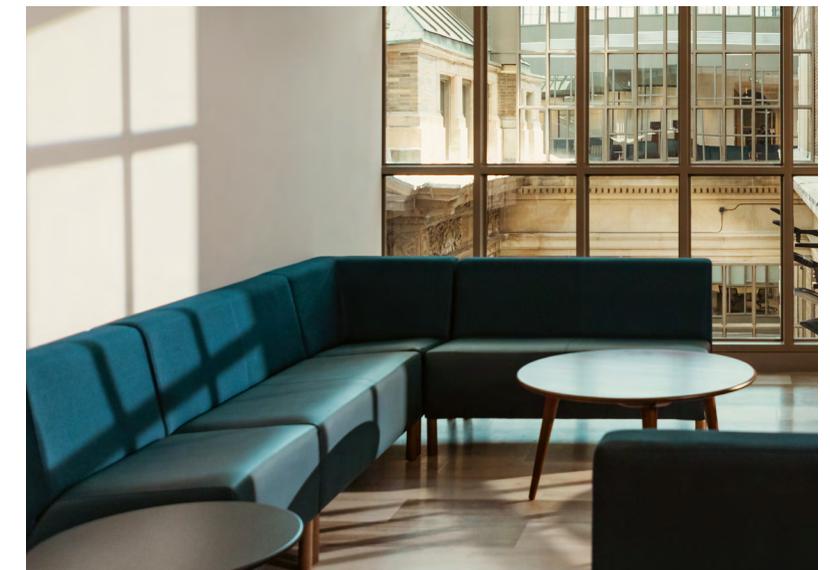
Le secteur des immeubles de bureaux reste confronté à un ralentissement de la création d'emplois nécessitant des bureaux, ainsi qu'à des obstacles liés au travail à distance et à l'IA, qui devraient limiter les nouvelles activités de location à moyen terme. La bifurcation en fonction de la qualité des actifs demeure le thème principal, car les actifs de prestige restent bien loués, tandis que les propriétaires d'actifs de « catégories B ou C » désuets envisagent des rénovations majeures ou une conversion à d'autres usages. Même si les prix des loyers des immeubles multifamiliaux et industriels ralentissent à mesure que les taux d'inoccupation augmentent par rapport aux creux historiques, les mises en chantier ont chuté considérablement au cours de la dernière année, ce qui laisse présager un resserrement des conditions dans les années à venir, à mesure que la demande se redressera.

### Les prêteurs signalent une augmentation de l'activité

L'appétit pour le risque et l'attrait pour les prêts hypothécaires commerciaux se sont améliorés. Les prêts garantis par des immeubles de bureaux constituent une exception, car les liquidités restent très limitées, ce qui se traduit par une prime de risque plus élevée. La disponibilité des capitaux sur le marché reste forte, car les prêteurs, en particulier les compagnies d'assurance et les gestionnaires de placements, ont augmenté leurs budgets de montage cette année (source : Intellifi, 2024). Les écarts de taux des prêts se resserrent avec plus de capitaux

de occasions, en raison de la baisse des volumes d'opérations. Ceux des prêts hypothécaires conventionnels de qualité institutionnelle ont baissé de 20 à 30 points de base depuis le début de l'année, mais les coupons globaux sont restés stables tandis que les taux de base sous-jacents ont augmenté à peu près du même montant.

Nous croyons que les prêteurs devront continuer à gérer soigneusement les risques à court terme du marché des prêts hypothécaires commerciaux, qui comprennent le risque de refinancement, les évaluations des garanties, les risques propres aux actifs (comme le secteur des immeubles de bureaux) et l'incertitude économique générale. Les données d'Intellifi indiquent qu'environ 203 milliards de dollars canadiens (45 %) des prêts hypothécaires commerciaux au Canada arriveront à échéance entre 2024 et 2026. Quels que soient les risques relevés, nous estimons qu'il s'agit d'une occasion importante d'investir des capitaux dans des titres de créance à rendement intéressant.



# Immobilier



**Phil Stone**  
 Directeur général, chef de la recherche au Canada, BGO



**Michael Andrews**  
 Associé directeur, gestionnaire de portefeuille, BGO



**Christina Iacoucci**  
 Associée directrice, responsable du Canada et première directrice des placements au Canada, BGO

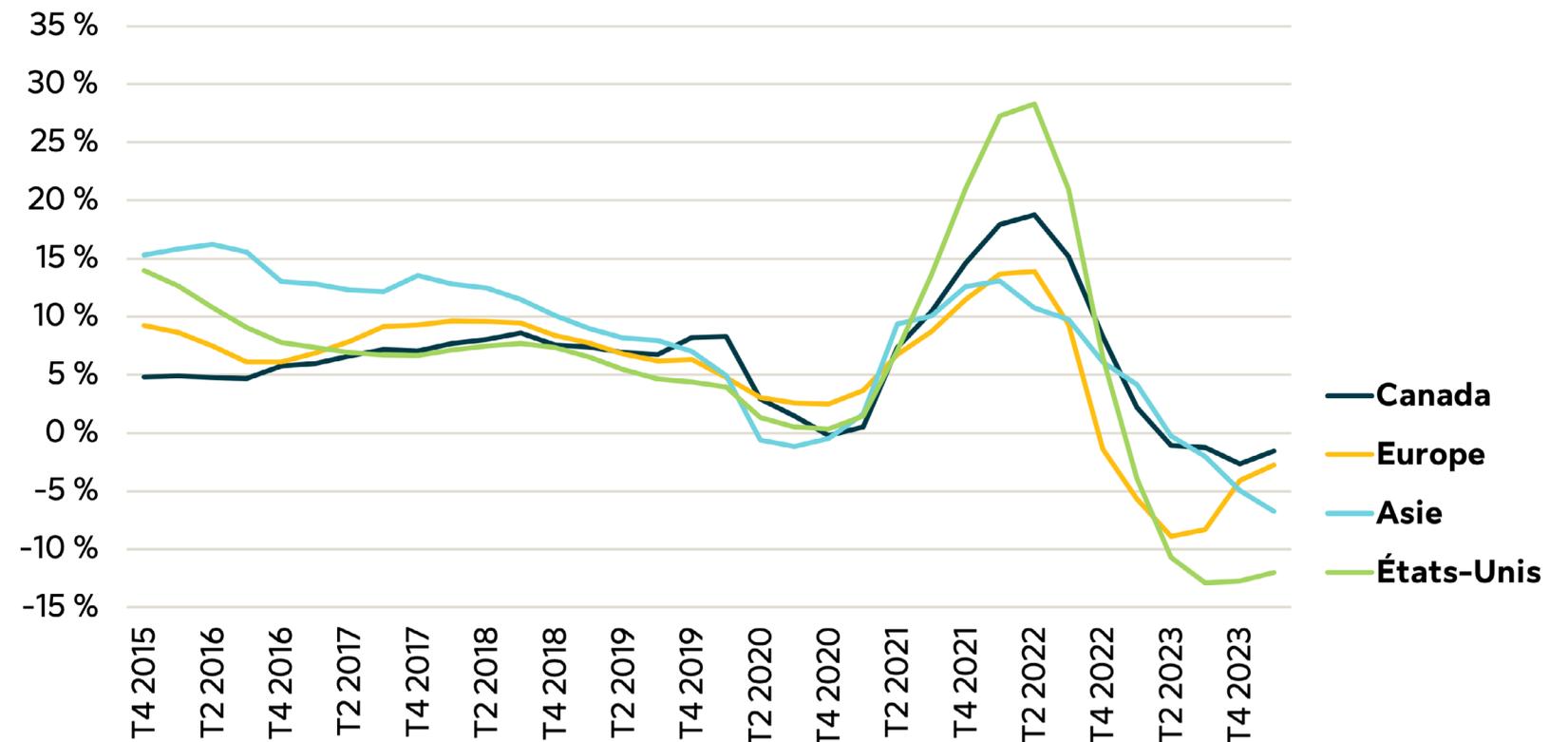
## Le Canada surpasse ses pairs mondiaux

Comme lors des précédents cycles baissiers, les rendements des actions immobilières commerciales canadiennes de sociétés fermées continuent de dépasser ceux dans les autres régions du monde (source : ANREV, MSCI et REALPAC, 2024). La solidité des données fondamentales de l'immobilier, l'utilisation plus prudente de l'effet de levier, la propriété institutionnelle et les marchés des titres de créance liquides ont tous contribué à la stabilité des rendements. En période de volatilité économique et géopolitique accrue, nous pensons que les marchés canadiens peuvent servir de modèles de stabilité.

Malgré la faiblesse de l'activité globale liée aux opérations en 2023, les investissements étrangers dans l'immobilier commercial canadien en provenance de toutes les régions du monde ont totalisé près de 11 milliards de dollars canadiens, soit 13 % des investissements totaux (source : Groupe Altus, 2024). Le capital institutionnel et privé sophistiqué témoigne non seulement de la stabilité du marché canadien, mais aussi de la possibilité d'une croissance constante des revenus créée par des données démographiques solides et des obstacles à la création d'une nouvelle offre. Malgré des baisses moins marquées des évaluations au Canada que dans les autres pays, 2024 demeure un point d'entrée intéressant, selon nous, car la valeur des actifs a chuté plus que pendant toute autre période depuis les années 1990. Nous nous attendons à ce que les stratégies de titres de base et de titres à valeur ajoutée présentent davantage d'occasions au deuxième semestre, à mesure que les acteurs du marché s'adaptent à la dynamique actuelle des marchés financiers.

## Les rendements de l'immobilier du secteur privé canadien dépassent ceux dans le reste du monde

Rendements nets totaux mobiles sur 12 mois de l'immobilier commercial de base, T1 2024



Source : ANREV, MSCI et REALPAC, 2024.

Sources : Banque du Canada, CBRE, Intellifi et Groupe Altus, 2024.

# Infrastructure

La politique monétaire se trouve à un point de bascule pendant que les mégatendances à long terme continuent de façonner ce marché en croissance



**Jack Paris**  
Chef de la direction



**Richard Crawford**  
Associé et chef des fonds de revenu du secteur de l'énergie



**Edward Hunt**  
Associé et chef des fonds de revenu de base



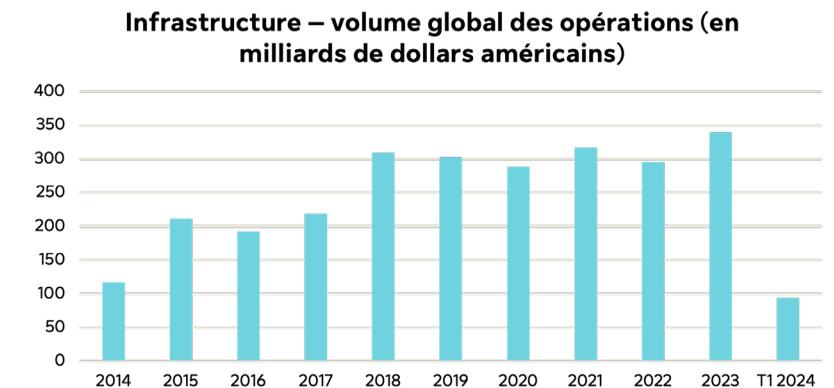
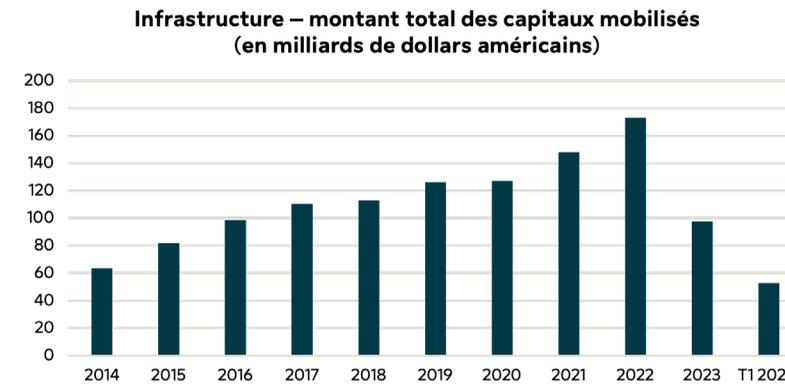
**Stephane Kofman**  
Associé et chef des fonds axés sur les gains en capital

## Les pressions sur les taux continuent d'influer sur les infrastructures à court terme

Le thème dominant à court terme dans le secteur des infrastructures a été un certain degré de rajustement des prix et de turbulences dans le marché, en grande partie sous l'effet des fortes hausses des taux d'intérêt survenues récemment. Il y a eu des changements de politique en juin 2024, les banques centrales d'Europe et du Canada ayant pris des mesures timides d'assouplissement des taux. Mais les pressions continuellement exercées par les taux élevés aux États-Unis et au Royaume-Uni ont toujours la capacité de nuire aux évaluations des actifs et aux flux d'opérations. Cela dit, les infrastructures ont continué à faire preuve de résilience par rapport à d'autres catégories d'actifs non traditionnelles. C'est notamment le cas dans les secteurs liés au PIB, comme l'énergie et les transports – soutenus par l'environnement de croissance résilient. C'est aussi le cas avec les infrastructures numériques qui prospèrent dans un contexte d'accélération sans précédent de la demande de données stimulée par l'IA.

Pour ce qui est des flux d'opérations, la hausse des taux a conduit les investisseurs à privilégier les stratégies à valeur ajoutée par rapport aux stratégies de base. Les investisseurs reçoivent déjà des revenus plus élevés des obligations traditionnelles dans un contexte de taux élevés. L'intérêt pour les infrastructures s'est donc porté vers l'extrémité supérieure du spectre risque/récompense. En outre, l'incertitude liée aux politiques à court terme a entraîné un élargissement des écarts entre les cours acheteur et vendeur – un côté acheteur avisé met davantage l'accent sur le testage du prix des actifs, tandis qu'un côté vendeur est moins incité à mettre des actifs sur le marché. Au milieu de 2024, le volume des opérations d'infrastructures, en particulier sur les actifs de base, a un peu ralenti par rapport aux dernières années, certaines opérations prenant également plus de temps.

## Les mobilisations de capitaux et les volumes d'opérations se modèrent au début de 2024



Source : Prequin, InfraLogic, juin 2024. Le volume d'opérations global comprend les opérations qualifiées de « nouveaux projets » et de « fusions et acquisitions »

Cependant, il est important de noter que le prix des actifs de grande qualité reste solide, ce qui soutient les volumes d'opérations. De même, après les 18 derniers mois, qui furent très difficiles au chapitre de la mobilisation de fonds, une dynamique positive peut désormais être observée chez les gestionnaires établis ayant une proposition de placement différenciée et éprouvée.

# Infrastructure



**Jack Paris**  
 Chef de la direction  
 InfraRed



**Richard Crawford**  
 Associé et chef des fonds  
 de revenu du secteur de  
 l'énergie, InfraRed



**Edward Hunt**  
 Associé et chef des fonds de  
 revenu de base, InfraRed



**Stephane Kofman**  
 Associé et chef des fonds  
 axés sur les gains en capital,  
 InfraRed

## La politique monétaire mondiale à la croisée des chemins

Les taux élevés restent une force potentiellement perturbatrice dans le marché, mais il se peut aussi que nous soyons à un point de bascule de la politique monétaire. Certaines banques centrales, comme la Banque centrale européenne, ont réduit leurs taux, et les décideurs aux États-Unis et au Royaume-Uni se sont montrés plus confiants dans le fait que l'inflation est de mieux en mieux maîtrisée. Cette confiance suggère que ces deux grandes économies pourraient maintenant avoir dépassé les niveaux de taux d'intérêt les plus élevés. Elles pourraient donc éventuellement passer à un mode d'assouplissement au second semestre de 2024.

Cette situation peut être un catalyseur pour les placements dans les infrastructures, car une confiance macroéconomique accrue pourrait contribuer à libérer des capitaux d'investissement. Nous pensons que cela apportera également un soutien structurel plus fort aux évaluations dans le secteur.

## Investir dans les principales mégatendances

La situation à long terme des infrastructures reste prometteuse, selon nous. La capacité de croissance est alimentée par les mégatendances dont nous avons parlé dans nos précédents énoncés sur les perspectives :



**Décarbonisation** – réduction de la dépendance aux combustibles fossiles, soutien à l'électrification du chauffage et des transports et déploiement accru d'énergies renouvelables.



**Numérisation** – intensification du développement de l'IA et importance de l'infonuagique et d'autres initiatives technologiques, ce qui stimule le volume de données et la demande d'infrastructures numériques et de centres de données.

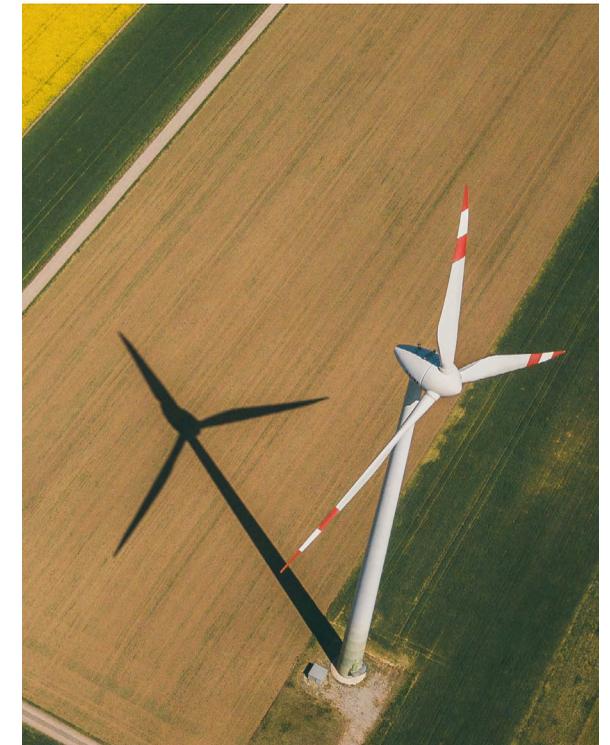


**Changements démographiques** – le vieillissement des populations dans les principales économies développées et l'augmentation de la migration vers les zones urbaines modifient la demande d'infrastructures et les besoins d'investissement.

Soulignons l'importance émergente d'une quatrième mégatendance : la « démondialisation ». L'augmentation des barrières commerciales entraîne un remaniement des chaînes d'approvisionnement et une délocalisation des capacités de production. Et des politiques comme l'Inflation Réduction Act (IRA) visent à stimuler les investissements dans de nouvelles infrastructures (énergie propre, transports et environnement) pour stimuler la croissance économique, la création d'emplois et la modernisation des infrastructures vieillissantes. Ces infrastructures sont souvent en déclin depuis un certain temps et ont un besoin urgent de nouveaux investissements. Le fait que ces quatre mégatendances prennent de l'importance, ainsi que les investissements nécessaires pour les financer, offre aux investisseurs en infrastructures de grandes possibilités de participer à une croissance durable. Ces possibilités sont plus prononcées dans l'ère post-COVID, dans laquelle les bilans des gouvernements sont devenus tendus en raison de l'augmentation des dépenses publiques, ce qui à son tour ouvre grand la porte aux investisseurs privés.

Des risques subsistent dans le secteur des infrastructures. L'incertitude entourant les perspectives de croissance et la possibilité d'une aggravation des troubles géopolitiques au Moyen-Orient, en Ukraine et dans d'autres régions entraînent une volatilité accrue du marché et des perturbations de la chaîne d'approvisionnement. Cela pourrait se traduire par des retards de construction et des dépassements de coûts pour les nouveaux projets d'infrastructure. Mais compte tenu du rôle essentiel que joue cette catégorie d'actifs dans la transition énergétique et de l'élargissement

du déficit d'investissement, nous prévoyons un soutien de la part des décideurs politiques et de l'intérêt de la part des épargnants pour cette catégorie d'actifs en pleine évolution.



Sources : Preqin, InfraLogic, 2024.

# Gestion d'actifs liés à l'assurance

Volatilité persistante des marchés, nouvelles perspectives offertes par la norme IFRS 17 et réorientation des stratégies vers des portefeuilles plus résilients

La norme IFRS 17 implique la réévaluation de la répartition stratégique de l'actif

Les attentes de réductions importantes de taux en 2024 se sont atténuées, et le contexte de taux d'intérêt plus élevés pour plus longtemps a prolongé l'occasion pour les assureurs d'ajouter des rendements et des revenus attrayants à leurs portefeuilles. En outre, l'expérience acquise depuis le passage à la norme internationale d'information financière 17 (IFRS 17) a apporté de nouvelles perspectives en matière de placement et a incité de nombreux assureurs à réévaluer leur répartition stratégique de l'actif. Les assureurs ont donc réorienté leurs placements à revenu fixe en 2024 et se tournent davantage IFRS 17 vers des placements alternatifs qui peuvent aider à bâtir des portefeuilles plus stables et diversifiés.

Les assureurs ont passé les six derniers trimestres à s'adapter à IFRS 17. La mise en œuvre a exigé des efforts et des ressources considérables, mais elle a permis de tirer de précieuses leçons pour la gestion du capital à l'avenir. Du point de vue des placements, l'un des éléments clés de la transition vers l'approche de dissociation de l'actif et du passif d'IFRS 17 est que les stratégies de placement antérieures pourraient ne pas réussir dans le nouveau cadre. Comme le maintien de la solidité du bilan demeure une priorité absolue, les assureurs réévaluent soigneusement leur répartition stratégique de l'actif en réponse à IFRS 17, mais aussi à la lumière de l'évolution rapide et de la volatilité des conditions de marché.

## L'attrait variable des titres à revenu fixe

L'un des principaux points à retenir de ces examens de la répartition stratégique de l'actif est que la hausse rapide des taux d'intérêt a eu une incidence importante sur l'attrait relatif des titres à revenu fixe par rapport aux placements axés sur le rendement. De nombreuses catégories d'actifs à revenu fixe offrent désormais un potentiel de rendement comparable à celui des actions, surtout lorsqu'on tient compte des exigences réglementaires de capital.

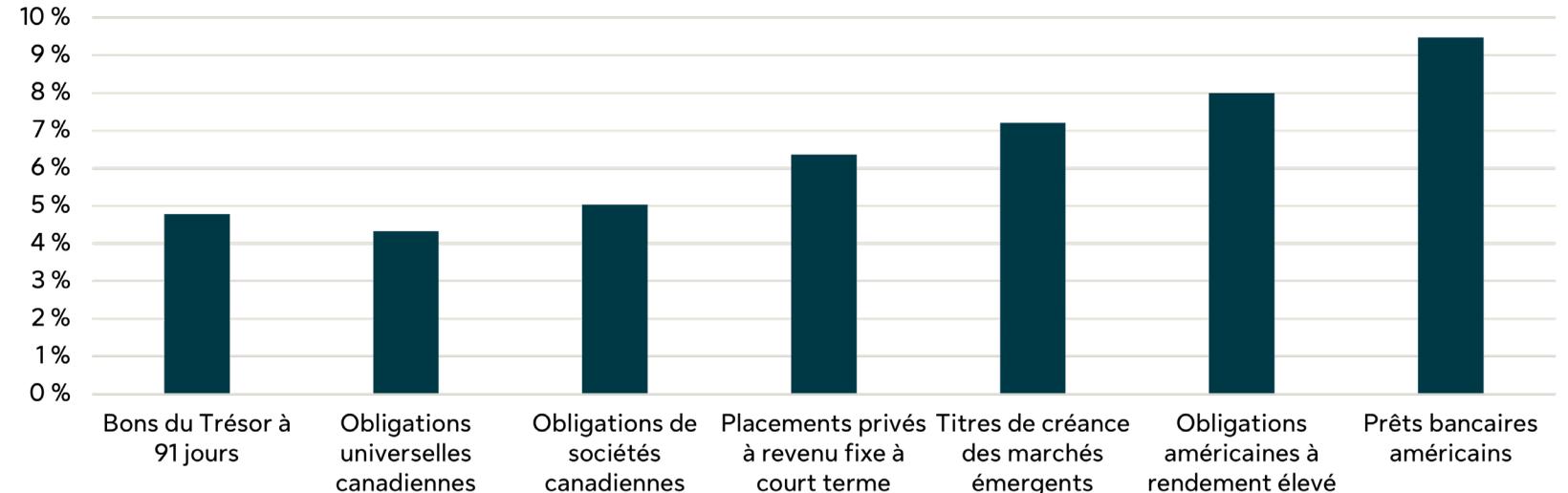


**Nitin Chhabra**  
Directeur général,  
chef des solutions en assurance



**Steve Guignard**  
Directeur principal, solutions pour  
les Clients

Examen des occasions actuelles en titres à revenu fixe – rendement selon la catégorie d'actifs



Source : Bloomberg, au 31 mai 2024. Les indices (ou fonds) de référence suivants ont été utilisés pour chaque catégorie d'actifs : indice des Bons du Trésor à 91 jours FTSE Canada (rendement = rendement à l'échéance), indice des obligations universelles FTSE Canada (obligations universelles canadiennes, rendement = rendement à l'échéance), indice des obligations de toutes les sociétés FTSE Canada (obligations de sociétés canadiennes, rendement = rendement à l'échéance), indice obligataire société A à court terme FTSE Canada (placements privés à revenu fixe à court terme, rendement = rendement à l'échéance + prime d'illiquidité), indice Bloomberg Emerging Market USD Agg (titres de créance des marchés émergents, rendement = rendement le plus défavorable), indice Bloomberg US High Yield Bond (obligations américaines à rendement élevé, rendement = rendement le plus défavorable) et indice Credit Suisse Leveraged Loan (prêts bancaires américains, rendement = rendement à l'échéance). Les rendements antérieurs ne garantissent pas les rendements futurs. Il n'est pas possible d'investir directement dans un indice.

C'est pourquoi de nombreux assureurs se sont recentrés sur la constitution de portefeuilles de titres à revenu fixe plus résilients, capables de générer des rendements et des revenus stables. Les portefeuilles étaient autrefois concentrés sur des instruments canadiens traditionnels, maintenant l'univers des titres à revenu fixe prend de l'expansion. Les assureurs cherchent de plus en plus à investir dans des catégories d'actifs à revenu fixe alternatifs, comme le crédit privé, le crédit structuré et les actifs de qualité inférieure, une approche du crédit diversifiée qui offre une plus grande souplesse pour traverser les périodes d'incertitude.

# Gestion d'actifs liés à l'assurance



**Nitin Chhabra**  
Directeur général,  
chef des solutions en assurance



**Steve Guignard**  
Directeur principal, solutions pour  
les Clients

## Chercher d'autres solutions pour assurer la stabilité et la résilience à long terme

Les assureurs se tournent davantage vers les placements alternatifs pour constituer des portefeuilles de placements plus résilients qui peuvent résister aux ralentissements de l'économie et à la volatilité des marchés. Selon un récent sondage de Mercer et Oliver Wyman, la grande majorité (73 %) des assureurs investissent actuellement sur les marchés privés ou prévoient de commencer à le faire d'ici 2024.

Bien qu'ils soient soumis à des exigences de liquidité à court terme, les assureurs ont des horizons de placement à long terme qui les placent en bonne position pour tirer parti des rendements rajustés du risque offerts par les actifs alternatifs tels que l'immobilier, les infrastructures et le crédit privé sur le long terme. Il convient de souligner que les assureurs ont désormais accès à un plus large éventail d'instruments et de structures de placement efficaces sur le plan du capital parmi lesquels choisir lorsqu'ils mettent en œuvre leurs stratégies de placement, ce qui leur donne une plus grande souplesse quant à la façon d'investir en fonction de leurs préférences en matière de rendement et de risque.

Ces placements alternatifs offrent également des avantages de diversification par rapport aux actions et obligations traditionnelles, contribuant ainsi à stabiliser le rendement du portefeuille. De nombreux assureurs ont donc stratégiquement augmenté leurs placements alternatifs qui offrent une possibilité de revenu régulier et de protection contre l'inflation.



## Composer avec l'incertitude du marché

Les mois à venir présentent des incertitudes complexes qui pourraient avoir une incidence sur les marchés des capitaux et les bilans des assureurs. Les conflits géopolitiques en cours, les prochaines élections aux États-Unis et la tâche difficile des banques centrales de réduire l'inflation sans provoquer de récession sont autant de risques possibles. En cette période de volatilité, les assureurs ont tout intérêt à revoir en profondeur leur stratégie de placement. Une stratégie diversifiée qui est également conforme à IFRS 17 peut aider les assureurs à traverser les turbulences continues des marchés des capitaux avec une plus grande résilience.

Sources : Bloomberg, 2024; Mercer et Oliver Wyman, « Global Investment Outlook For The Insurance Industry », 2024.

# Solutions de régimes de retraite



**Ashwin Gopwani**  
Directeur général, chef des solutions de retraite



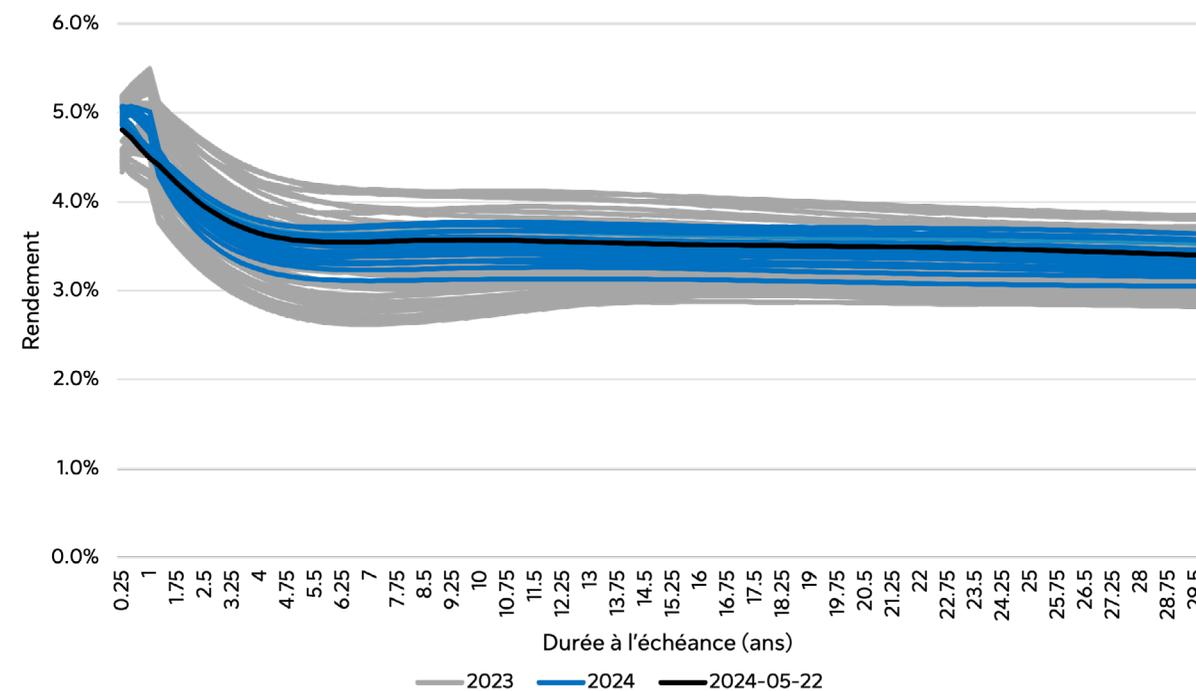
**Neil Tai-Pow**  
Directeur principal, solutions pour les Clients

Les promoteurs de régime cherchent à profiter de taux élevés puisque le provisionnement reste solide et que les marchés se stabilisent

## Les marchés de taux se stabilisent et les promoteurs réévaluent les portefeuilles d'investissements guidés par le passif

Jusqu'à présent, l'année civile 2024 a été marquée par une plus grande stabilité sur les marchés des taux d'intérêt qu'en 2023. Compte tenu du ralentissement de l'inflation, les banques centrales ont commencé à réduire leurs taux au Canada et en Europe, et on devrait également voir une réduction des taux aux États-Unis plus tard dans l'année. Cette situation se traduit par une inversion moins prononcée de la courbe de rendement. Bien que les taux aient atteint des sommets historiques en 2023, la volatilité des taux et la possibilité d'une poursuite de la hausse, associées à un marché boursier en pleine effervescence, ont fait en sorte qu'il était difficile pour les promoteurs de modifier leur stratégie relative aux régimes de retraite. Alors que les taux se stabilisent, que la possibilité d'une baisse des taux augmente et qu'un consensus se dégage sur le fait que la hausse des marchés boursiers ne peut pas se poursuivre, nous constatons que les promoteurs de régime s'intéressent de plus en plus à la réduction des risques afin de profiter des rendements plus élevés pendant qu'ils durent. Tant que ces facteurs économiques se maintiendront, nous nous attendons à ce que cette tendance se poursuive.

La volatilité de la courbe de rendement s'est atténuée, mais l'inversion persiste



Source : Banque du Canada, données hebdomadaires sur la courbe de rendement coupon zéro, au 22 mai 2024. La dispersion entre les courbes dans chaque série de données reflète le degré de volatilité de la courbe de rendement dans l'année correspondante.

Conformément aux tendances observées en 2023, le provisionnement des régimes s'est amélioré depuis le début de l'année 2024, sous l'effet de l'augmentation des rendements combinée à la solide performance des actions. En outre, à la fin du premier trimestre de 2024, les taux d'actualisation de l'achat de rente continuaient d'être élevés, près des sommets atteints pour la dernière fois à la fin de l'année 2022 (selon la méthodologie de l'Institut canadien des actuaires relative aux passifs à durée moyenne). Par conséquent, les promoteurs de régime se sont montrés plus enclins à accroître leur pondération de placements à revenu fixe axés sur la couverture du passif ou à augmenter la durée de leurs portefeuilles de titres à revenu fixe existants afin de protéger leurs gains générés par l'amélioration du provisionnement et de tirer parti du contexte de rendements élevés.

# Solutions de régimes de retraite



**Ashwin Gopwani**

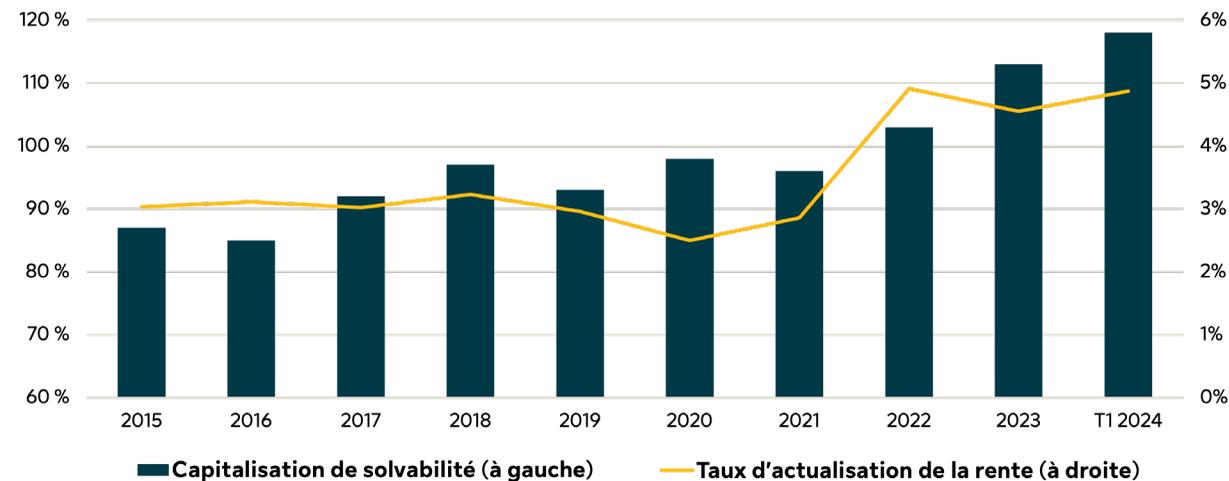
Directeur général, chef des solutions de retraite



**Neil Tai-Pow**

Directeur principal, solutions pour les Clients

## La situation financière solide et les taux d'actualisation élevés portent à croire que le moment est favorable pour la réduction des risques



Sources : Capitalisation de solvabilité fondée sur l'indice Mercer de la santé financière des régimes de retraite (au premier trimestre de 2024) qui suit le ratio de solvabilité médian des régimes de retraite à prestations déterminées figurant dans la base de données de Mercer sur les régimes de retraite. Taux d'actualisation de l'achat de rente fondé sur la méthodologie de l'Institut canadien des actuaires, pour les passifs à durée moyenne.

## Diversification et amélioration du rendement pour les portefeuilles de titres à revenu fixe

À mesure que les portefeuilles de titres à revenu fixe prennent de l'expansion dans les régimes à prestations déterminées, nous nous attendons à ce que les promoteurs cherchent des moyens de générer des rendements plus élevés afin de suivre la croissance du passif et de diversifier suffisamment l'exposition aux décotes et aux défauts de paiement. Par conséquent, les promoteurs se tournent de plus en plus vers des solutions autres que le crédit

traditionnel pour répondre à ces besoins. Les obligations de sociétés américaines à long terme et le crédit privé (traditionnel et de première qualité) peuvent convenir et ont suscité l'intérêt de nombreux promoteurs de régime. Les obligations de sociétés américaines à long terme peuvent atténuer la concentration liée aux secteurs, aux titres et à la qualité inhérente au marché canadien des obligations de sociétés à long terme, et les swaps de devises peuvent contribuer à atténuer les risques de taux d'intérêt et de change.

À notre avis, les gestionnaires compétents peuvent adopter cette stratégie dans le cadre d'une répartition logique tout en cherchant à surpasser les mêmes indices de référence canadiens qui sont utilisés pour déterminer les prix des engagements au Canada. Le crédit privé de première qualité peut améliorer le profil de diversification des titres à revenu fixe d'un régime sans nuire à la couverture du risque de taux d'intérêt, en offrant des titres à revenu fixe à moyen et à long terme d'émetteurs et de secteurs non présents sur les marchés des obligations de sociétés d'émission publique, en plus d'un rendement potentiellement plus élevé en raison de la complexité et de l'illiquidité. Le crédit privé traditionnel a gagné en popularité en tant que solution permettant de bonifier le rendement pour les investisseurs moins axés sur le passif, comme les régimes de retraite du secteur public, dont certains ont récemment introduit une nouvelle répartition stratégique à long terme pour les actifs de leurs portefeuilles, ou en tant que composante d'une stratégie d'investissement guidé par le passif (IGP) pour générer un rendement et un revenu supplémentaires avec une volatilité réduite par rapport aux actions.

## Inversion de la courbe de rendement augmentant les coûts de financement de l'effet de levier

De nombreux promoteurs de régime cherchent à utiliser l'effet de levier pour augmenter la durée de leurs portefeuilles de titres à revenu fixe. Toutefois, l'inversion de la courbe de rendement a rendu les stratégies à effet de levier plus coûteuses, car les coûts de financement à court terme dépassent actuellement les rendements à long terme. Par conséquent, nous avons observé une certaine résistance à l'utilisation de l'effet de levier.

En outre, nous avons vu des promoteurs envisager des options pour atténuer ces répercussions, comme l'augmentation de la durée de leurs portefeuilles de titres à revenu fixe tangibles pour permettre des ratios de levier financier plus faibles. Tant que les réductions de taux se poursuivront et que les coûts de financement diminueront, nous nous attendons à ce que les régimes envisagent d'augmenter l'effet de levier dans leur portefeuille.

## Des difficultés à venir?

Rien ne garantit que le deuxième semestre de 2024 sera aussi fructueux que le premier, car les obstacles potentiels sont nombreux. Qu'il s'agisse des conflits mondiaux en cours, des prochaines élections américaines ou de la capacité des banques centrales, en particulier aux États-Unis, à juguler l'inflation tout en évitant une récession, les acteurs du marché devront gérer avec prudence toutes les embûches qui se présentent à eux. En période de risque accru, les avantages de la réduction des risques et de la diversification sont plus importants que jamais, et nous nous attendons à une augmentation de l'activité dans les secteurs qui soutiennent les promoteurs de régime dans l'atteinte de ces objectifs, comme l'IGP et les actifs réels.

Sources : Banque du Canada, Institut canadien des actuaires et Mercer, 2024. Les cotes de première qualité des titres de nos portefeuilles de placements privés sont établies selon une méthode interne exclusive d'évaluation de crédit élaborée à partir de modèles maison ou achetés. Cette méthode est régulièrement examinée. Plus de détails seront fournis sur demande. Rien ne garantit que les mêmes cotes seraient attribuées aux titres en portefeuille s'ils étaient évalués de façon indépendante par une importante agence de notation.

# Renseignements importants

Ce document est destiné uniquement aux investisseurs institutionnels. Il ne doit pas être utilisé ni distribué auprès d'épargnants individuels. Les renseignements figurant dans le présent document ne doivent en aucun cas tenir lieu de conseils précis d'ordre financier, fiscal, juridique ou comptable ni en matière d'assurance ou de placement. Les investisseurs devraient obtenir l'avis d'un conseiller professionnel avant de prendre une décision en fonction des renseignements qui figurent dans le présent document.

La société Gestion de capital Sun Life (Canada) inc. est inscrite comme gestionnaire de portefeuille, gestionnaire de fonds de placement et courtier sur le marché dispensé au Canada, et comme directeur des placements de produits dérivés en Ontario. La société Sun Life Capital Management (U.S.) LLC est inscrite comme conseiller en placement auprès de la Securities and Exchange Commission des États-Unis. Elle est également inscrite comme Commodity Trading Advisor (conseiller en opérations sur marchandises) et Commodity Pool Operator (gestionnaire de fonds marché à terme) auprès de la Commodity Futures Trading Commission en vertu du Commodity Exchange Act. De plus, elle est membre de la National Futures Association. Aux États-Unis, les valeurs mobilières sont offertes par Sun Life Institutional Distributors (U.S.) LLC, société de courtage inscrite auprès de la SEC, membre de la Financial Industry Regulatory Authority (« FINRA »).

BentallGreenOak (BGO), InfraRed Capital Partners (InfraRed), Crescent Capital Group (Crescent) et Advisors Asset Management font aussi partie de Gestion SLC.

BGO est un conseiller en gestion de placements immobiliers d'envergure mondiale et un fournisseur de services immobiliers. Aux États-Unis, les fonds immobiliers sont offerts par BentallGreenOak (U.S.) Limited Partnership, société inscrite comme conseiller en placement auprès de la SEC, ou par Sun Life Institutional Distributors (U.S.) LLC, société de courtage inscrite auprès de la SEC, membre de la Financial Industry Regulatory Authority (« FINRA »). Au Canada, les fonds immobiliers sont offerts par BentallGreenOak (Canada) Limited Partnership, BGO Capital (Canada) Inc. ou Gestion de capital Sun Life (Canada) inc. La société BGO Capital (Canada) Inc. est inscrite comme gestionnaire de portefeuille et courtier sur le marché dispensé au Canada, et comme gestionnaire de fonds de placement en Colombie-Britannique, en Ontario et au Québec.

InfraRed Capital Partners est un gestionnaire international de placements axé sur les infrastructures. Exerçant ses activités partout sur la planète, la société gère des capitaux propres dans plusieurs fonds privés et cotés, principalement pour des investisseurs institutionnels du monde entier. Les activités d'InfraRed Capital Partners Ltd. sont autorisées et réglementées au Royaume-Uni par la Financial Conduct Authority.

Crescent Capital Group est un gestionnaire mondial de placements en actifs alternatifs du marché du crédit et un conseiller en placement inscrit auprès de la Securities and Exchange Commission des États-Unis. Depuis plus de 30 ans, la société met l'accent sur le crédit de qualité inférieure grâce à des stratégies axées sur des titres de créance négociables et des émissions privées. Il peut s'agir de prêts bancaires de premier rang, d'obligations à rendement élevé ou de titres de créance de premier et de second rangs et de prêts hybrides (unitranche). Crescent compte plus de 200 employés dans le monde. Son siège social est situé à Los Angeles et elle a des bureaux à New York, à Boston, à Chicago et à Londres.

AAM est un distributeur indépendant aux États-Unis, qui offre un éventail de solutions et de produits aux conseillers de sociétés de courtage, aux conseillers en placement autorisés et aux courtiers-négociateurs indépendants.

Les renseignements sont fournis à titre indicatif uniquement et représentent les points de vue et les opinions de l'auteur ou des auteurs, qui peuvent différer de ceux d'autres équipes de placements de Gestion SLC et de ses sociétés affiliées. Le contenu ne tient pas compte de la convenance ou des besoins d'une personne ou d'une entité, et ne peut être considéré comme une recommandation pour une catégorie d'actifs ou une stratégie particulières. La diversification et la répartition de l'actif ne constituent pas un gage de protection contre les pertes ni une garantie de rendement. Les indices financiers présentés dans le document, utilisés comme référence, sont fournis à titre indicatif seulement. L'utilisation d'indices de référence présente des limitations, car les avoirs et les caractéristiques du portefeuille diffèrent, parfois de manière importante, de ceux des indices de référence. Il est impossible d'investir directement dans un indice. Tous les indices de références sont présentés à titre indicatif seulement. Les facteurs ayant une incidence sur le rendement du portefeuille, mais pas sur la performance de l'indice de référence, peuvent comprendre le rééquilibrage du portefeuille, l'échéancier des flux de trésorerie, la qualité du crédit, la diversification et les différences sur le plan de la volatilité. En outre, les indices financiers ne tiennent pas compte de l'incidence des frais, de l'impôt applicable ou du coût des opérations, éléments qui réduisent les rendements. Il n'y a aucune garantie qu'un investisseur réalisera ou est susceptible de réaliser des profits ou des pertes dans une catégorie d'actifs décrite ou fondée sur un indice de référence. Les rendements antérieurs ne constituent pas une garantie des rendements futurs.

L'information fournie peut présenter des renseignements ou des énoncés qui tiennent compte d'attentes ou de prévisions liées à des événements futurs. Les énoncés prospectifs sont de nature spéculative et peuvent faire l'objet de risques, d'incertitudes et d'hypothèses qui pourraient différer de façon importante des énoncés. Par conséquent, n'accordez pas de confiance excessive à ces énoncés prospectifs. Les données hypothétiques ne sont fournies qu'à titre indicatif. Elles ne représentent pas un portefeuille de Client réel. Des efforts ont été faits pour veiller à ce que les renseignements du présent document soient exacts au moment de la publication et obtenus à partir de sources considérées comme fiables. Toutefois, Gestion SLC n'en garantit pas l'exactitude ni l'exhaustivité. Toutes opinions ainsi que tous les commentaires et renseignements fournis sont susceptibles de changer et Gestion SLC décline toute responsabilité pour quelque perte que ce soit découlant de l'utilisation de ces renseignements. Gestion SLC ne fournit pas de conseils en matière de placement ni d'ordre fiscal ou juridique. Les renseignements fournis ne tiennent pas compte des objectifs de placement ni des besoins connexes du lecteur. Les investisseurs devraient consulter un professionnel en fonction de leur situation particulière. Toutes les opinions et tous les commentaires formulés sont susceptibles de changer sans préavis et sont présentés de bonne foi sans responsabilité légale.

Sauf indication contraire, tous les chiffres et toutes les estimations fournis ont été tirés de données internes au 30 juin 2024.

Sauf indication contraire, tous les montants en dollars (\$) sont exprimés en dollars canadiens.

Toutes les données sont sujettes à changement.

Aucune partie du présent document ne peut être i) reproduite, photocopiée ou polycopiée, de quelque façon que ce soit et dans quelque format que ce soit, ni être ii) distribuée à toute personne qui n'est pas un employé, un dirigeant, un directeur ou un agent autorisé du destinataire, sans le consentement écrit préalable de Gestion SLC.

© 2024, Gestion SLC.

SLC-20240712-3708963