



Vos objectifs, notre raison d'être.

2023

Les perspectives de placements mondiaux

NOS GESTIONNAIRES SPÉCIALISÉS

Titres à
revenu fixe | **SLC**

CRESCENT

BentallGreenOak 

 **InfraRed**
Capital Partners



Un message de Steve Peacher

2022 fut une année difficile, tant pour les investisseurs que pour les gestionnaires d'actifs. Les économies du monde entier ont dû faire face à une inflation élevée, qui s'est accompagnée d'inquiétudes concernant les taux d'intérêt et le ralentissement de la croissance, et s'est ajoutée au contexte géopolitique et aux craintes liées à la sécurité à l'échelle mondiale. Selon moi, c'est dans ces moments-là que le recul et l'analyse s'avèrent encore plus précieux, car ils nous permettent d'examiner les nouvelles du jour en fonction du contexte, d'établir des priorités en cas d'incertitude, et de positionner nos stratégies en fonction des conditions de marché à venir.

C'est pour cela que j'ai le plaisir de présenter les perspectives de placement de Gestion SLC pour 2023. J'espère que les discussions macroéconomiques qui suivent aideront à préparer le terrain pour l'année à venir. Ces perspectives comprennent divers points de vue de nos équipes de placements et fournisseurs de solutions, ainsi que des analyses des placements publics et privés à revenu fixe, des placements immobiliers, des infrastructures, de la gestion d'actifs liés à l'assurance et des régimes de retraite. Nos perspectives de placement vous donnent la chance de profiter du regard de nos spécialistes à Gestion SLC, BentallGreenOak, InfraRed et Crescent Capital sur une année d'occasions.

Il est important de noter que 2023 pourrait être aussi incertaine que l'année dernière. Les questions liées à la sécurité et la géopolitique, comme la guerre en Ukraine, pourraient empirer davantage dans les prochains mois, ce qui aurait un impact sur les marchés financiers en plus des importantes conséquences humanitaires. Les banques centrales du monde entier ont décrété des hausses de taux majeures pour combattre l'inflation, et les effets de ces politiques pourraient se manifester davantage cette année. Il pourrait notamment y avoir une récession modérée, des disparités considérables dans la performance économique des différents marchés, et un ralentissement de l'inflation – qui restera malgré tout source d'inquiétudes.

Toutefois, les périodes difficiles viennent parfois avec des occasions. Dans les marchés de titres à revenu fixe, ce n'est un secret pour personne que 2022 n'a pas été une bonne année pour les obligations. Heureusement, les difficultés de l'an passé ont créé les conditions pour un solide rebond. Les rendements historiquement élevés observés en 2022 pourraient s'avérer bienvenus pour les investisseurs habitués aux faibles résultats des placements de base. Et même si les marchés de titres à revenu fixe subissent l'influence du contexte macroéconomique, beaucoup de données fondamentales liées aux marchés obligataires sont demeurées relativement solides.

Bien que le coût de la dette ait augmenté, la révision des prix de nombreux actifs qui en résulte pourrait être de bon présage pour les investisseurs rigoureux. Aussi, c'est important pour nous tous de mettre l'accent sur les thématiques à long terme, via la durabilité et l'investissement responsable, qui continueront d'être influencées par des initiatives politiques et le contexte géopolitique, comme la sécurité énergétique mondiale.

L'année qui commence n'est pas sans risque. Les banques centrales pourraient réagir aux données surprises, certaines catégories d'actifs pourraient avoir des problèmes de liquidités, et les contractions de l'économie pourraient être plus graves de prévu. Cela souligne l'importance du recul et de l'analyse, qui peuvent nous aider à voir au-delà des inquiétudes à court terme pour nous concentrer sur la résilience historique des marchés financiers.

Nous avons hâte de continuer de vous offrir notre expertise et notre large éventail de solutions de gestion d'actifs pour les mois et les années à venir. Et, comme toujours, nous nous engageons à être votre partenaire de placement, quelles que soient les conditions des marchés.

Cordialement,

Steve Peacher, Président, Gestion SLC



Perspectives macroéconomiques



Dec Mullarkey

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

Les banques centrales devraient demeurer vigilantes quant à leurs politiques, mais les titres à revenu fixe sont sur le point de faire leur grand retour

La croissance sera limitée

Tandis que les chocs d'offre s'estompent et que les banques centrales haussent leurs taux, l'inflation dans les économies développées devrait baisser pour s'établir à 3 % plus tard en 2023 (source : Bloomberg, 2022). Toutefois, la croissance mondiale sera insuffisante et disparate, car les taux élevés atténueront l'activité économique, et les différentes contraintes régionales et géopolitiques auront des effets néfastes. Par exemple, la Chine et la zone euro traversent des zones de turbulences plus tumultueuses que celles touchant l'Amérique du Nord.

La croissance chinoise continue d'être vulnérable aux mesures de confinement liées à la COVID, alors que le pays redouble d'efforts pour vacciner les personnes âgées. La répression contre les promoteurs immobiliers a perturbé le marché, et les autorités sont passées à une approche plus ciblée. La Chine espère revitaliser son économie et restaurer la confiance des consommateurs.

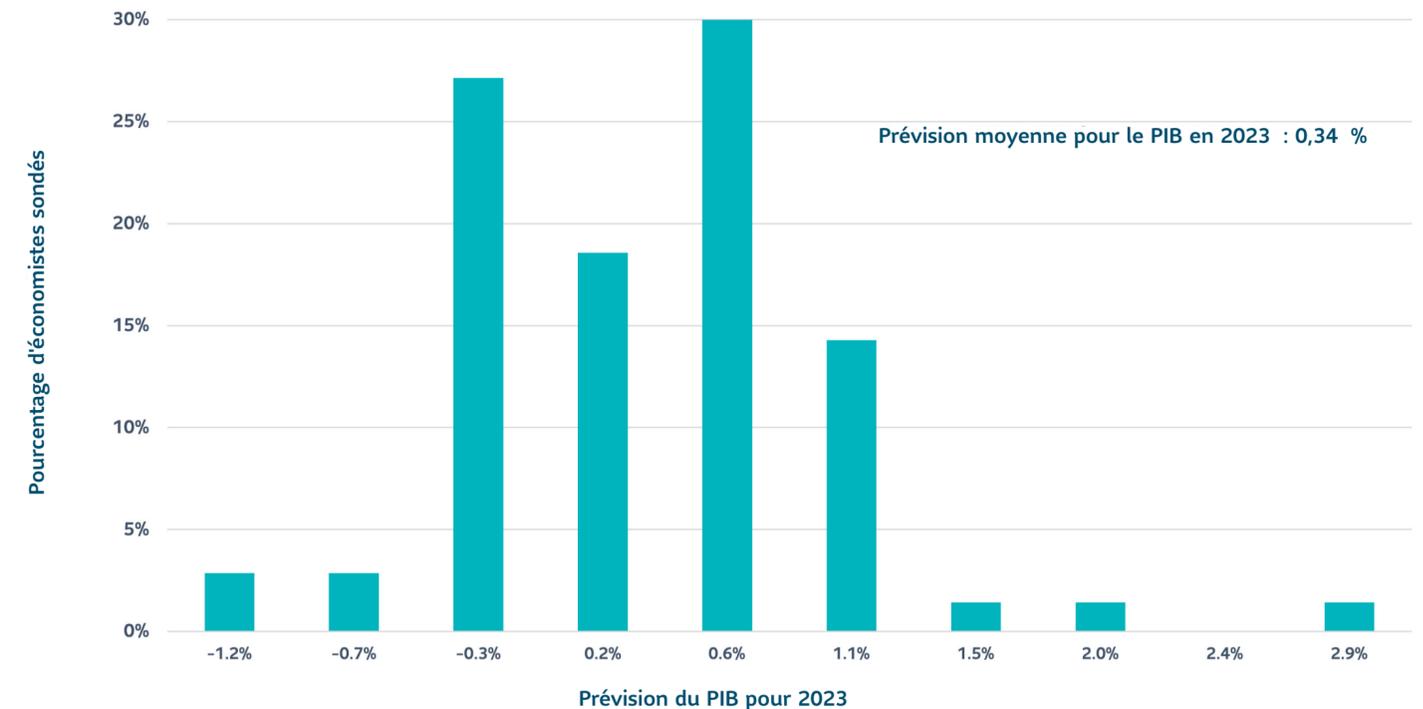
La zone euro doit toujours composer avec les effets des problèmes d'approvisionnement en énergie et de l'escalade des prix. Bien que la région ait réussi à stocker suffisamment de gaz pour l'hiver, il faudra bientôt recommencer pour la saison suivante. L'Europe devrait subir une récession cette année, car la facture énergétique pèse sur la demande des consommateurs. Pendant ce temps, on s'attend à ce que le Canada et les États-Unis affichent une croissance modeste.

Dans les économies développées, les prévisions du PIB sont parmi les plus disparates depuis des décennies. Le degré d'incertitude va de la récession à la croissance modeste pour de nombreux pays.

Les économistes qui prévoient une contraction s'attendent à six mois de croissance au point mort – rien de dévastateur, mais un revers tout de même. Heureusement, de nombreuses économies sont en bonne position de départ, grâce à des bilans solides pour les ménages et les entreprises. Cela devrait créer de la résilience et atténuer l'ampleur d'un éventuel ralentissement.

Les économies émergentes devraient, en moyenne, surpasser les économies développées, sous l'impulsion de la Chine et de l'Inde.

Les prévisions des économistes pour le PIB des États-Unis en 2023 sont très disparates



Source : Bloomberg, 2022. Gamme de prévisions selon les sondages réalisés par Bloomberg auprès des économistes.

Les banques centrales demeurent vigilantes

L'inflation est enfin maîtrisée grâce aux hausses de taux des principales banques. Cela dit, aucune banque centrale ne croit que la situation est réglée, et nous nous attendons à ce qu'elles continuent de maintenir des conditions serrées jusqu'à ce que l'inflation se rapproche de l'objectif.

La Réserve fédérale américaine devrait faire une pause en mai et évaluer dans quelle mesure le resserrement de sa politique contribue à rétablir l'économie. Toutefois, même si les marchés s'attendent à ce que la Fed rabaisse les taux plus tard cette année, tout porte à croire que cela n'arrivera pas si rapidement.

Pour les banques centrales, le défi vient du fait que les outils de calibrage de l'économie ne sont pas précis. Aux États-Unis, les hausses de taux ont eu un impact immédiat sur le marché résidentiel, et les banques commerciales font aussi preuve de prudence dans l'octroi de prêts. Mais dans d'autres secteurs de l'économie, le ralentissement prend plus de temps.

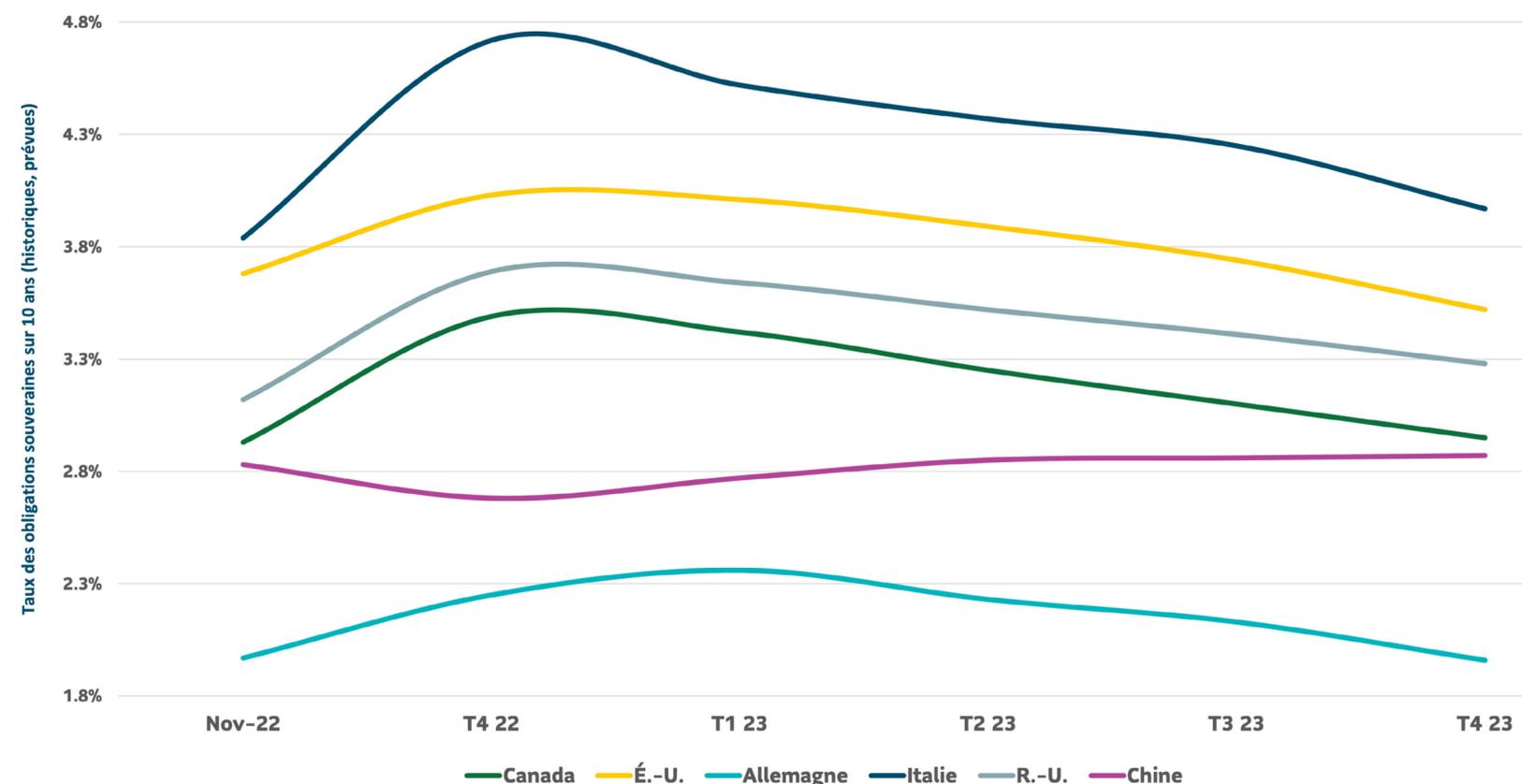
La Fed veut éviter le risque d'une réduction prématurée des taux qui déclencherait involontairement un deuxième cycle d'inflation. Cela minerait gravement la crédibilité de la banque centrale. Cette situation s'est déjà produite dans les années 1970, et la Fed ne veut pas répéter la même erreur. Pour cela, attendez-vous à ce qu'elle garde les taux élevés plus longtemps que ce que prévoit le marché.

Les titres à revenu fixe sont de retour

Avec le ralentissement de l'inflation et la pause des banques centrales, les marchés se concentreront moins sur les risques liés aux politiques et davantage sur les possibilités de croissance. Le dollar américain devrait commencer à s'affaiblir quand les écarts de taux entre les États-Unis et les autres pays se stabiliseront.

L'intérêt pour les titres à revenu fixe commence à renaître avec des taux au sommet. Nous nous attendons à ce que les défauts de crédit de sociétés américaines se rapprochent des moyennes à long terme. Une bonne santé financière et des niveaux gérables d'arrivées à échéance et de refinancements dans les prochaines années constituent un environnement propice pour les obligations de sociétés.

Les taux des obligations souveraines atteignent des sommets



Source : Bloomberg, 2022. Taux des obligations souveraines pour 2023 selon les prévisions.

Titres à revenu fixe de première qualité



Randall Malcolm

Directeur général principal et gestionnaire de portefeuille, titres à revenu fixe d'émissions publiques

La Banque du Canada change sa politique et les investisseurs montrent de l'optimisme face à l'inflation

Nouvel accent sur la croissance

Alors que toute l'attention était portée sur l'inflation et les hausses de taux de la Banque du Canada en 2022, l'accent sera mis sur la croissance en 2023. La Banque du Canada a changé de politique après avoir relevé son taux de financement à un jour de 400 points de base (pb) pour lutter contre l'inflation. La question qu'elle se posera désormais ne sera plus à combien s'élèveront les prochaines hausses, mais bien si de nouvelles hausses sont nécessaires. Ses décisions s'appuieront davantage sur les données. La bonne nouvelle est que l'inflation a probablement atteint son sommet et devrait continuer de diminuer. En revanche, elle devrait demeurer au-dessus de la fourchette cible de la Banque du Canada (de 1 % à 3 %) au moins jusqu'au deuxième semestre de 2023, car on prévoit une hausse des salaires malgré la baisse des prix des produits de base. En général, la politique des banques centrales devient plus souple avant ou durant une récession. Mais cette fois-ci, compte tenu de la forte inflation persistante, la Banque du Canada devra garder son taux de financement à un jour élevé pour s'assurer de remplir son mandat en matière d'inflation.

Source : Bloomberg, 2022.

Que nous disent les marchés?

Les taux des obligations canadiennes ont grimpé en 2022, et la courbe des taux a connu une inversion marquée. L'inversion de la portion de 2 à 10 ans de la courbe des taux au Canada est la plus importante en plus de 30 ans, la Banque du Canada ayant relevé activement son taux de financement à un jour dans l'espoir de freiner l'inflation. Avec des taux s'établissant tout juste sous les 3 % pour les échéances de 10 à 30 ans, les investisseurs semblent persuadés que l'inflation ralentira à long terme. De plus, selon le point d'équilibre du taux d'inflation pour les obligations à rendement réel (indexées sur l'inflation) du gouvernement du Canada, qui se situe dans une fourchette de 1,8 % à 2,2 %, l'inflation sera contrôlée à court, à moyen et à long terme.

À la fin de 2022, les écarts de crédit se sont resserrés dans plusieurs marchés importants, mais le Canada a fait exception. Alors que l'on constatait un élargissement des écarts dans d'autres marchés au début de 2022, en particulier au Royaume-Uni et en Europe, le Canada n'a pas suivi. Même après une légère reprise, les écarts de crédit des titres canadiens restent à des niveaux similaires à ce qu'ils étaient durant la crise des dettes souveraines, il y a plus de dix ans.

Pour éviter une combinaison de taux d'intérêt élevés et de larges écarts de crédit, de nombreuses sociétés émettrices se sont tournées vers des sources de financement à court terme au lieu d'émettre des obligations en 2022. La proportion de financement bancaire a ainsi augmenté au sein du marché des obligations de sociétés. Cela a créé une pression importante sur les écarts de crédit des obligations de banques tout en réduisant les nouvelles émissions d'obligations de sociétés à échéances longues. À mesure que les émetteurs s'adaptent à la nouvelle normalité des taux d'intérêt et des écarts de crédit, les nouvelles émissions d'obligations de sociétés devraient se diversifier au Canada en 2023. Toutefois, les bailleurs de fonds mondiaux plus concurrentiels privilégieront probablement le financement en dollars américains, dont les conditions sont plus favorables.

Les obligations de sociétés à court terme bénéficient à la fois des larges écarts de crédit et des rendements sous-jacents élevés au Canada. Le point d'équilibre du taux d'inflation pour les obligations à rendement réel (indexées sur l'inflation) à court terme du gouvernement du Canada indique que le marché s'attend à ce que l'inflation revienne rapidement à la cible de 2 % de la Banque du Canada. À notre avis, il s'agit d'une prévision un peu trop optimiste.



Titres à revenu fixe de moindre qualité



John Fekete

Directeur général et chef des marchés financiers, Crescent Capital Group

Les données fondamentales du crédit demeurent solides après une année 2022 difficile; les conditions actuelles du marché sont attrayantes pour les titres à rendement élevé

Les taux des titres de moindre qualité devraient augmenter

L'inflation a malmené les investisseurs jusqu'à la fin de 2022, avec des pertes approchant parfois les deux chiffres dans la plupart des catégories de titres à revenu fixe. Les données fondamentales du crédit ont toutefois été solides en 2022, malgré une volatilité macroéconomique accrue. La plupart des emprunteurs devraient afficher des revenus modérés et une croissance des flux de trésorerie en 2023. Les ratios de couverture des intérêts ont vraisemblablement atteint leur sommet quand les taux directeurs (et les coupons à taux variable) ont commencé à augmenter après avoir atteint des creux historiques. Les obligations à rendement élevé et les coupons de prêts bancaires devraient atteindre des sommets au début de 2023, ce qui pourrait accroître le risque de refinancement pour les emprunteurs vulnérables cotés CCC. Le marché de l'emploi demeure tendu aux États-Unis, et les taux des obligations américaines resteront élevées jusqu'à ce que les conditions se calment. On s'attend à ce que la Réserve fédérale américaine ralentisse le rythme des hausses de taux dès la fin de 2022.

Sources : Morningstar, Inc., Bank of America, Milliman, 2022.

Des points d'entrée attrayants pour les titres de moindre qualité

Le ratio de titres en difficultés sur les marchés d'obligations à rendement élevé et de prêts bancaires a augmenté pour s'établir autour de 5 %, ce qui suggère un nombre plus élevé de défauts en 2023 comparativement à 2022 (entre 1 % et 2 %). La pression sur les emprunteurs a augmenté en raison de la hausse des taux d'intérêt et de la possibilité d'une récession. De nombreux emprunteurs ont beaucoup de liquidités et profiteraient d'un soutien supplémentaire d'investisseurs privés de capital-risque, si nécessaire. Une vague d'activités de refinancement de dettes de plusieurs années a pris fin, ce qui limite le nombre de créances à court terme qui arriveront à échéance avant 2025. Les créances en difficulté se concentrent principalement dans des secteurs défensifs comme les soins de santé et les technologies. Le manque de créances en difficultés provenant de secteurs cycliques pourrait donner lieu à un cycle de défaillance limité. Les recouvrements de prêts sont en hausse à 61 %, le deuxième plus haut niveau annuel depuis 2014. Les niveaux d'écart actuels compensent un taux de défaillance d'environ 4 % à 5 % pour 2023, indiquant qu'un doublement de l'activité de défaillance est déjà pris en compte par le marché.

Les prêts bancaires et les obligations à rendement élevé affichent des rendements proches de 10 %, et le prix moyen en pourcentage de la valeur nominale se situe entre 85 et 90 (obligations BB) et entre 90 et 95 (prêts bancaires garantis). C'est l'un des meilleurs moments des dernières années pour explorer cette catégorie d'actifs.

Nous nous attendons à ce que les investisseurs augmentent leur exposition au crédit à mesure que la Fed s'éloignera des hausses de taux en 2023. Les rentrées de capitaux dans les titres à revenu fixe devraient aussi être aidées par les mesures de réductions des risques adoption par les caisses de retraite américaines. Le niveau de provisionnement médian des régimes de retraite à prestations déterminées (PD) américains a augmenté de 113 % en 2022, du jamais vu depuis 2000. Les régimes PD sont de plus en plus prompts à réduire les risques en remplaçant les actions par des titres à revenu fixe.



Créances privées de première qualité



Elaad Keren

Directeur général principal, gestionnaire de portefeuille et responsable des créances privées, marché intermédiaire



Andrew Kleeman

Directeur général principal et chef des placements privés de sociétés



Gary Greaves

Directeur général, titres à revenu fixe, émissions privées

L'amélioration des volumes pourrait apporter de nouvelles occasions de placements en créances privées de première qualité, même si les risques macroéconomiques demeurent présents

Regard mitigé sur l'année dernière

Après la clôture des comptes de 2022 pour le marché des créances privées de première qualité, nous nous attendons à ce que ce soit la deuxième meilleure année jamais enregistrée au chapitre des émissions, juste derrière 2021. Cela ressemble à une année solide, n'est-ce pas? La réponse : oui et non.

Comme la plupart des marchés, le marché des créances privées de première qualité a été volatil, et les perspectives des investisseurs variaient selon le trimestre, le mois, et même parfois la journée. Ainsi, la première moitié de 2022 a été robuste. Mars a été particulièrement solide, les émetteurs s'étant précipités sur le marché pour profiter de taux historiquement bas, alors que la Réserve fédérale américaine et d'autres banques centrales ont commencé à resserrer leurs politiques. La deuxième moitié de 2022 a été plus faible, car la hausse des taux a conduit les émetteurs à réévaluer leurs besoins en capital ou le moment d'en obtenir. Septembre a été particulièrement médiocre. Les volumes ont remonté en octobre et en novembre, mais pas aussi solidement que l'année précédente.

Le marché des créances privées de première qualité : un optimisme prudent

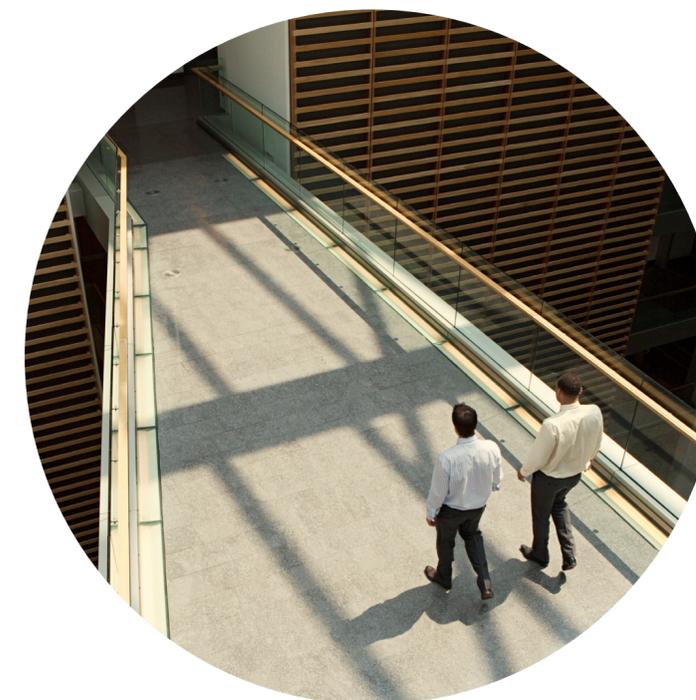
Nous nous attendons à ce que la volatilité se poursuive en 2023 de la même façon qu'en 2022. Des sources indiquent que le bassin du T1 de 2023 est en train de se constituer, en partie sous l'impulsion des émetteurs qui avaient suspendu leurs financements en 2022, mais prévoient retourner sur le marché en 2023. Une des particularités du marché des créances privées est le fait qu'il reste ouvert quand les autres ne le sont pas. En 2022, des émetteurs sont entrés sur ce marché parce qu'ils ne pouvaient pas faire d'opérations sur les marchés publics – c'était particulièrement évident pour les titres adossés à des actifs et les émetteurs européens. Nous pensons que cette tendance devrait se poursuivre en 2023, et que cela créera des occasions uniques pour les investisseurs en créances privées.

Nous croyons que les émissions du secteur financier continueront d'assurer du volume, mais avec une croissance plus lente de ces deux dernières années. Les émissions du secteur financier poursuivent leur expansion pour inclure de plus petits émetteurs et des créances de moindre qualité. Cela créera plus d'occasions, mais cela nécessitera aussi une tarification plus stricte. Nous croyons que les placements dans les secteurs des infrastructures

et des énergies alternatives et renouvelables tomberont à point nommé. La recherche d'occasions de placements sera encore importante étant donné que la tendance du côté des créances privées de première qualité penche davantage vers les placements plus personnalisés et à distribution réduite auprès de petits groupes de prêteurs. Cela favorise les investisseurs qui ont une bonne capacité, une expertise du secteur et de solides aptitudes de recherche.

Considérations à l'intention des Clients et des consultants

Il est important pour les investisseurs en créances privées de garder une perspective à long terme. Cela pourrait particulièrement être le cas en 2023 à cause de la volatilité persistante, de la menace d'un ralentissement de l'économie, ou même d'une possible récession. La solidité de la tarification et la robustesse des structures ont toujours contribué à l'attrait des créances privées de première qualité, et récompensé les investisseurs tout au long des cycles économiques. Malgré la volatilité observée en 2022, nous avons continué d'investir activement, et nous croyons que poursuivre sur cette lancée en 2023 devrait donner lieu à d'excellentes occasions pour les Clients, même dans un contexte difficile.



Créances privées de moindre qualité



Chris Wright

Directeur général et chef des marchés privés, Crescent Capital Group



Chris Wang

Directeur général, solutions de crédit Crescent, Crescent Capital Group

La volatilité des marchés de titres à revenu fixe pourrait profiter aux investisseurs en créances privées

La transition à long terme vers les créances privées s'accélère

Les marchés publics de titres à revenu fixe ont continué de subir d'importantes pressions liées aux prix et de la volatilité, les banques demeurant préoccupées par leurs engagements. Cela a donné aux créances privées la possibilité de financer directement des transactions négligées par les marchés de capitaux publics, et d'acheter des prêts et des obligations à très bas prix que les banques essayaient de vendre. Ce contexte a accéléré la transition à long terme vers les créances privées. Plus de 80 % des nouvelles émissions actuelles sur le marché intermédiaire commandité sont directement placées, contre 25 % il y a huit ans à peine (source : Refinitiv, 2022). Cette tendance se maintiendra dans un avenir proche, car les créances privées procurent un degré de certitude pour l'exécution aux commanditaires de souscriptions privées, qui apprécient de plus en plus les avantages d'avoir des prêteurs dans leurs structures de capitaux.

Conçues pour être résilientes tout au long des cycles

Les créances privées résistent bien aux récessions et aux hausses des taux d'intérêt. Elles sont avantageuses en raison de leur position de premier rang dans la structure du capital des emprunteurs et des conventions de crédit négociées

directement, qui ont des conditions plus strictes et de meilleures clauses restrictives. Les gestionnaires de titres de créance privés ont un horizon de placement à long terme : ils conservent leurs prêts d'émissions privées et demeurent mieux protégés contre la fluctuation des prix des marchés publics. En outre, ils ont souvent une approche active en matière de surveillance et de gestion de portefeuille. Cette approche a tendance à être orientée sur les partenariats pour le soutien des emprunteurs durant les périodes difficiles sur le plan des affaires.

La hausse des taux des créances privées a deux facettes

La hausse des taux d'intérêt est une arme à double tranchant. Quand les taux d'intérêt sont en hausse, le marché des créances privées bénéficie directement de l'augmentation du taux de base, car le taux le plus élevé du marché est généralement appliqué aux titres de créance à taux variable. Par contre, des taux élevés peuvent devenir un fardeau pour les emprunteurs. En excluant les couvertures contre les taux d'intérêt, l'augmentation des coûts d'intérêts entraîne une baisse des flux de trésorerie disponibles et, par conséquent, de plus faibles ratios de couverture d'intérêts et de charges fixes. Les prêteurs devront surveiller étroitement leur portefeuille existant, et les nouvelles transactions devront être structurées avec des niveaux d'endettement moins élevés et plus prudents.

Les prêteurs profitent des changements touchant les écarts, les prix et les conditions

L'équilibre des forces entre les prêteurs et les emprunteurs a nettement tourné en faveur des prêteurs. La période actuelle de volatilité et de perturbations a accru les écarts de taux et fait baisser les prix. Compte tenu de ces changements et du taux de base accru, cette catégorie d'actif offre des rendements absolus intéressants. Les investisseurs en créances privées ont constaté une baisse de l'endettement et une amélioration de la protection contre les rachats. Ils peuvent ainsi profiter de ces rendements potentiellement plus élevés dans des structures plus prudentes pour de plus longues périodes. Les conditions des conventions de crédit sont axées sur la restriction accrue de la capacité des emprunteurs à souscrire de nouveaux emprunts ou à verser des dividendes, procurant ainsi une meilleure couverture du service de la dette.

Les créances privées ne sont pas à l'abri des risques géopolitiques, de la hausse des taux ou d'autres facteurs macroéconomiques défavorables. Toutefois, elles sont plus susceptibles de résister à ces pressions et de générer de bons rendements absolus et ajustés au risque que les titres à revenu fixe dans leur ensemble.



Placements immobiliers

Le coût élevé du capital et l'incertitude économique demeurent, mais il y a des occasions à tous les points du cycle

Prudence et sélectivité

Quand les participants du marché ont digéré la hausse du coût du capital, l'activité liée aux placements immobiliers commerciaux canadiens a marqué le pas au deuxième semestre de 2022. L'inflation, la hausse des taux d'intérêt et les craintes d'une récession ont toutes pesé sur la confiance des investisseurs. Les placements immobiliers commerciaux, comme tous les actifs risqués, traversent une autre période de découverte des prix pour s'adapter à la nouvelle réalité des taux d'intérêt. Les écarts acheteur/vendeur demeurent élevés, et le nombre de soumissionnaires pour chaque transaction a largement diminué. Les investisseurs sont très sélectifs dans le déploiement de leur dette et de leur capital-risque. L'effet dénominateur de la chute des prix des actions et des obligations sur les portefeuilles a entraîné une hausse des placements immobiliers, ce qui a entravé la capacité des investisseurs institutionnels ayant moins d'effet de levier de déployer du capital. Pendant ce temps, les rendements attendus pour les acheteurs endettés ont fortement chuté, car la dette ne procure plus de valeur dans les nombreux cas où les taux hypothécaires sont plus élevés que les taux de rendement sur les revenus d'exploitation nets.

Une révision de l'ensemble des prix selon l'inflation est susceptible de se produire en 2023, avec le resserrement des conditions de crédit et l'affaiblissement de l'économie. En général, le marché des placements immobiliers commerciaux canadiens est bien capitalisé, mais des vendeurs plus motivés devraient émerger pour appuyer la liquidité des bilans. Même si on ne s'attend pas à ce que le marché connaisse d'importantes difficultés, des corrections de prix plus notables pourraient toucher les secteurs ayant des problèmes structurels, comme les espaces de bureaux de base et les commerces de détail non essentiels. Les révisions de prix devraient être plus modestes du côté des immeubles d'appartements, des immeubles industriels et des immeubles commerciaux avec magasin pilier en alimentation, où les données fondamentales liées à l'exploitation sont solides et la perspective de croissance des loyers est plus positive.



Phil Stone

Dirigeant, chef de la recherche au Canada, BGO



Michael Andrews

Associé directeur, gestionnaire de portefeuille, BGO

L'activité liée aux placements immobiliers commerciaux canadiens a marqué le pas en 2022



Source: Altus Group, 2022.

Les risques de récession assombrissent les perspectives à divers degrés selon les secteurs

Les marchés financiers tablent largement sur une récession modeste mais notable en 2023, ce qui aurait certainement pour effet de ralentir la demande en placements immobiliers. Heureusement, les données fondamentales liées à l'exploitation sont bonnes au moment où l'économie entre dans une période de croissance au ralenti. L'incertitude concernant la valeur est plus prononcée dans le secteur des immeubles de bureaux, qui subit actuellement des turbulences cycliques et structurelles – mises à pied dans le secteur des technologies, nouvelle ère de travail hybride et de faible occupation des immeubles. Toutefois, il est clair que les locataires fuient les espaces de bureaux de base, au profit des immeubles de bureaux de prestige qui offrent des aménagements améliorés répondant aux objectifs de durabilité des collectivités et des occupants. Une récession induite par les consommateurs au Canada aurait un impact négatif sur leurs dépenses discrétionnaires, qui ont déjà commencé à ralentir. Les centres commerciaux continueront d'en faire les frais, après avoir souffert plus que tout autre secteur pendant la pandémie.

À l'inverse, nous continuons d'observer des données fondamentales robustes et une solide demande des investisseurs pour les centres commerciaux linéaires avec magasin pilier en alimentation, les immeubles d'appartements locatifs et les immeubles liés aux opérations logistiques, y compris les établissements d'entreposage réfrigérés. Les dépenses consacrées aux biens essentiels devraient demeurer solides malgré les restrictions budgétaires des ménages. La forte immigration et le coût élevé de la propriété ont stimulé la demande pour les immeubles à locataires multiples. Les faibles taux d'occupation et la forte croissance des loyers continuent de favoriser le rendement des immeubles industriels. Nous demeurons optimistes au sujet des moteurs de la demande à long terme dans ces secteurs, auxquels s'ajoutent les contraintes liées à l'approvisionnement qui limitent les nouvelles constructions.

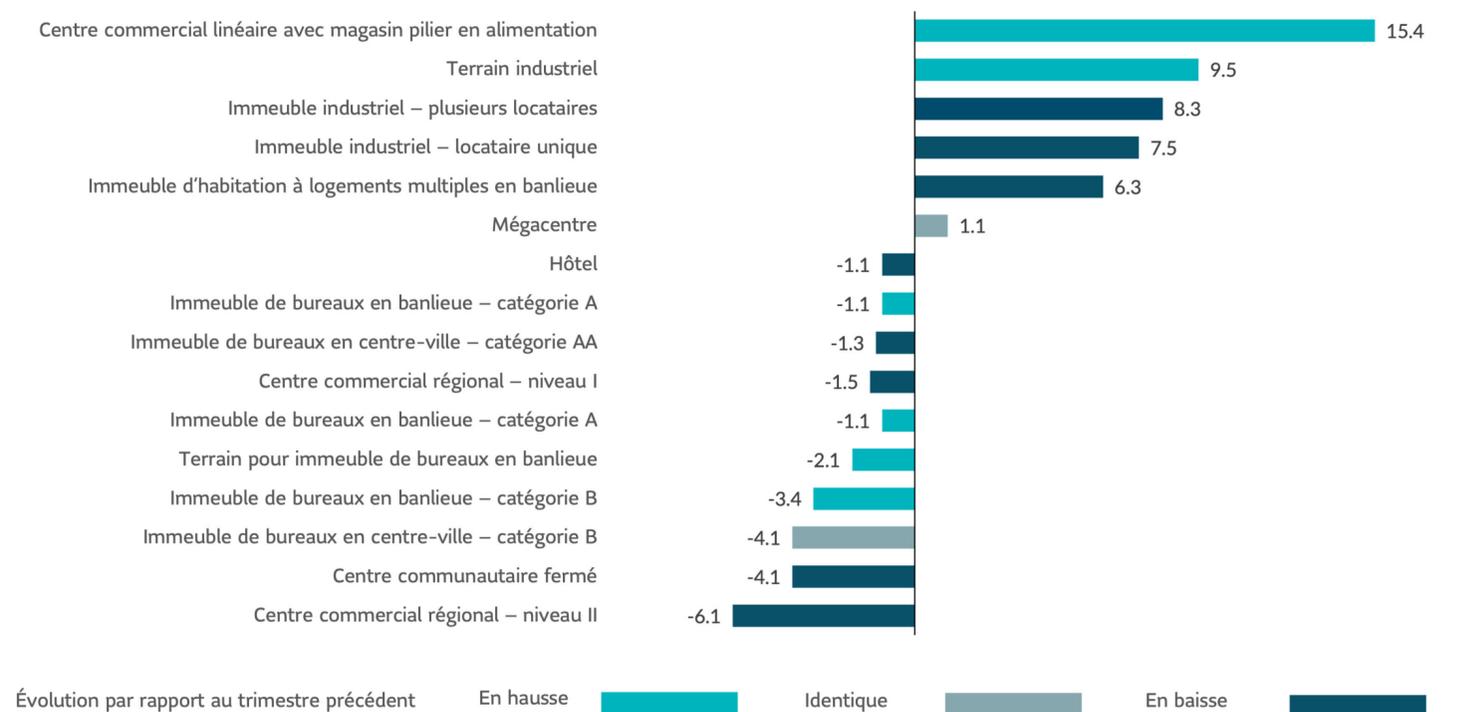
Avec la révision des prix des actifs en 2023, nous croyons que les occasions de capital-risque pourraient générer d'intéressants rendements à valeur ajoutée. Les placements immobiliers canadiens continuent d'offrir aux investisseurs une source puissante de diversification et de croissance potentielle.

Les taux d'intérêt élevés procurent des rendements intéressants aux prêteurs

Du point de vue des prêteurs, les emprunteurs se sont ajustés et continuent de façonner leurs stratégies respectives compte tenu de taux hypothécaires commerciaux jamais vus depuis la Grande Récession. Bien que le nombre limité de transactions ait réduit la demande pour du financement d'acquisitions, il reste encore un important marché de prêts hypothécaires en souffrance. Cela crée une réserve de prêts devant être renouvelés ou refinancés à l'échéance. La disponibilité du capital reste globalement saine, bien qu'il y ait une démarcation claire entre d'un côté les immeubles industriels, les immeubles multirésidentiels et les immeubles commerciaux avec magasin pilier en alimentation, et de l'autre les immeubles de bureaux et les immeubles commerciaux sans magasin pilier en alimentation, pour lesquels la disponibilité du capital est beaucoup plus restreinte. La qualité du crédit se maintient, avec quelques signes de détérioration du côté des prêts hypothécaires de base de grande qualité. Nous continuons malgré tout de surveiller le risque de refinancement.

Les montants de prêts maximaux demeurent restreints par les ratios de couverture du service de la dette minimaux, ce qui entraîne des ratios prêt/valeur plus faibles. Nous continuons de voir dans le marché actuel une occasion à court terme de prêter à des conditions généralement prudentes tout en garantissant des taux d'intérêt élevés, ce qui permet d'obtenir des rendements ajustés au risque intéressants.

Le ratio de momentum indique une scission des investisseurs selon le type d'immeubles



Source : Altus Group, au 30 septembre 2022. Le ratio de momentum indique le pourcentage d'investisseurs interrogés qui sont plus susceptibles d'acheter que de vendre (valeur positive) ou qui sont plus susceptibles de vendre que d'acheter (valeur négative).

Infrastructures

Les facteurs macroéconomiques et politiques devraient continuer d'influencer l'appétit pour les placements en infrastructures en 2023

L'impact de l'inflation sur les infrastructures

Nous nous attendons à ce que les thèmes les plus récurrents en 2022, comme les pressions macroéconomiques créées par l'inflation et les taux d'intérêt, ou l'accent de plus en plus important mis sur la durabilité, continuent de générer de la demande pour les placements en infrastructures de la part des investisseurs en 2023.

Sur les marchés financiers dans leur ensemble, les taux d'intérêt élevés, découlant d'une inflation jamais vue en plusieurs décennies, continueront d'avoir une incidence sur le coût du capital. Les placements en infrastructures peuvent faire office de couverture dans un tel contexte inflationniste, grâce aux caractéristiques suivantes :

- La valeur des actifs d'infrastructures est historiquement corrélée avec l'inflation.
- Les flux de trésorerie provenant d'infrastructures génératrices de revenus (p. ex. la production d'électricité ou les services publics) sont aussi corrélés positivement avec l'inflation, de nombreux contrats sous-jacents étant explicitement indexés sur l'inflation.
- Les infrastructures de production et de stockage d'énergie sont un bon choix dans un contexte de pénuries d'énergie et de volatilité des prix à l'échelle mondiale, qui auront un effet majeur sur l'inflation en 2023.

Cela étant dit, l'inflation pose également des risques pour les placements en infrastructures, comme la hausse des coûts de construction et d'entretien, la pénurie de main-d'œuvre et d'autres aspects critiques.



Richard Crawford

Associé et chef des fonds de revenu énergétique, InfraRed



Edward Hunt

Associé et chef des fonds de revenu de base, InfraRed



Stephane Kofman

Associé et chef des fonds avec gains en capital, InfraRed



Jack Paris

Associé et chef de la région des Amériques, InfraRed

Les risques de hausse du coût de la dette

Les hausses marquées des taux d'intérêt mises en œuvre par de nombreuses banques centrales pour lutter contre l'inflation ont fait augmenter le coût de la dette à l'échelle mondiale. Cela représente un défi pour le financement des infrastructures, particulièrement pour les organisations qui ont besoin d'un haut niveau d'endettement et pour celles qui ont de la couverture à long terme. Comme la dette coûte de plus en plus cher, de nombreux actifs feront l'objet de révisions de prix. C'est un risque pour les évaluations, mais c'est aussi une occasion pour les investisseurs de profiter de points d'entrée attrayants.

Nous sommes conscients des risques que représentent la dette et l'effet de levier dans un contexte inflationniste. C'est pourquoi nous maintenons notre positionnement prudent à la fois pour nos stratégies à long terme axées sur le revenu et pour nos stratégies de placement de sortie. Nous privilégions les placements qui affichent de faibles niveaux d'endettement ainsi que des structures de créances et de couverture à long terme, et qui seront moins susceptibles d'être touchés par des taux d'intérêt élevés. Plus spécifiquement, sur le marché des titres axés sur le revenu, nous privilégions les placements à financements fixes. Nous croyons que les actifs ayant des caractéristiques de grande qualité résisteront mieux aux pressions liées à la révision des prix.

Un autre risque découle de la révision des prix des actions et des titres à revenu fixe traditionnels. Cela pourrait créer un « effet dénominateur » ayant un impact négatif sur l'affectation des infrastructures. Les dépréciations d'actions et de titres à revenu fixe et les baisses subséquentes de la valeur globale des portefeuilles obligeront les investisseurs ayant des politiques d'affectation strictes, comme c'est le cas dans le marché institutionnel, à réduire leur exposition aux placements alternatifs (comme les infrastructures) pour respecter leur mandat.

Le rôle des infrastructures dans la durabilité à l'échelle mondiale

Les défis que posent actuellement l'inflation et les taux d'intérêt sont temporaires. Le mouvement en cours vers une plus grande durabilité à l'échelle mondiale est là pour rester, et il continuera d'influencer les marchés à long terme. Il est probable que ce contexte profite aux placements en infrastructures, particulièrement les infrastructures écologiques qui sont essentielles à de nombreux projets liés à la durabilité.

Une récente combinaison d'impératifs politiques et de réalités macroéconomiques et géopolitiques a généré un sentiment d'urgence accru à l'égard de la durabilité mondiale. L'Europe, par exemple, est de plus en plus préoccupée par son approvisionnement en énergie, un sentiment accentué par les conséquences de la guerre en Ukraine sur les livraisons de gaz russe. Nous nous attendons à ce que les inquiétudes liées à la sécurité énergétique et les aides de l'État stimulent encore davantage le développement d'infrastructures durables, comme les énergies renouvelables ou à base d'hydrogène.

La transition vers des sources d'énergies propres demeure une importante stratégie de placement pour nous en 2023, notamment en ce qui touche la production d'énergie propre, l'amélioration du stockage de l'énergie et la construction d'infrastructures de transport et de distribution d'électricité. Nous croyons aussi beaucoup aux occasions liées à la numérisation – comme les tours de réseaux mobiles et la fibre optique – et à la mise à niveau, au démantèlement ou à la reconversion d'infrastructures vieillissantes.



Gestion d'actifs liés à l'assurance



Ashwin Gopwani

Directeur général, chef
des solutions de retraite



Nitin Chhabra

Directeur général, chef des solutions et
des relations avec la clientèle en assurance

Après une année difficile pour le marché à revenu fixe, les assureurs cherchent à tirer parti des taux obligataires accrus

Les difficultés de 2022 pourraient entraîner une hausse des revenus de placement dans le futur

La hausse des taux d'intérêt par les banques centrales à des niveaux extrêmement restrictifs dans l'espoir de juguler l'inflation a mené au pire rendement global annuel jamais enregistré sur le marché obligataire et a plongé dans le rouge les positions de perte latente des actifs liés à l'assurance.

Pour une industrie dont les revenus de placement ont été anémiques durant de nombreuses années, c'est une bonne nouvelle. En effet, le rendement tout compris du marché obligataire a presque triplé depuis le début de l'année sous l'effet des ventes massives. À mesure que les obligations plus anciennes aux taux de rendement moindres arrivent à échéance et sont réinvesties aux taux de rendement supérieurs d'aujourd'hui, le revenu de placement généré par les portefeuilles augmentera considérablement dans un avenir prévisible. Les sociétés qui en profiteront le plus sont, dans l'ordre : 1) celles qui pourront détenir leurs obligations actuelles jusqu'à l'échéance au lieu d'être forcées à les vendre à perte pour couvrir leurs besoins de liquidités opérationnelles; 2) celles qui sont

Source : Bloomberg, 2022.

en mesure de réinvestir leurs rentrées d'argent pour profiter des taux de rendement actuels; et (3) celles qui pourront et voudront cristalliser de manière proactive les pertes – pour contrebalancer les gains réalisés dans d'autres catégories d'actifs, par exemple – et réinvestir dans le marché obligataire actuel.

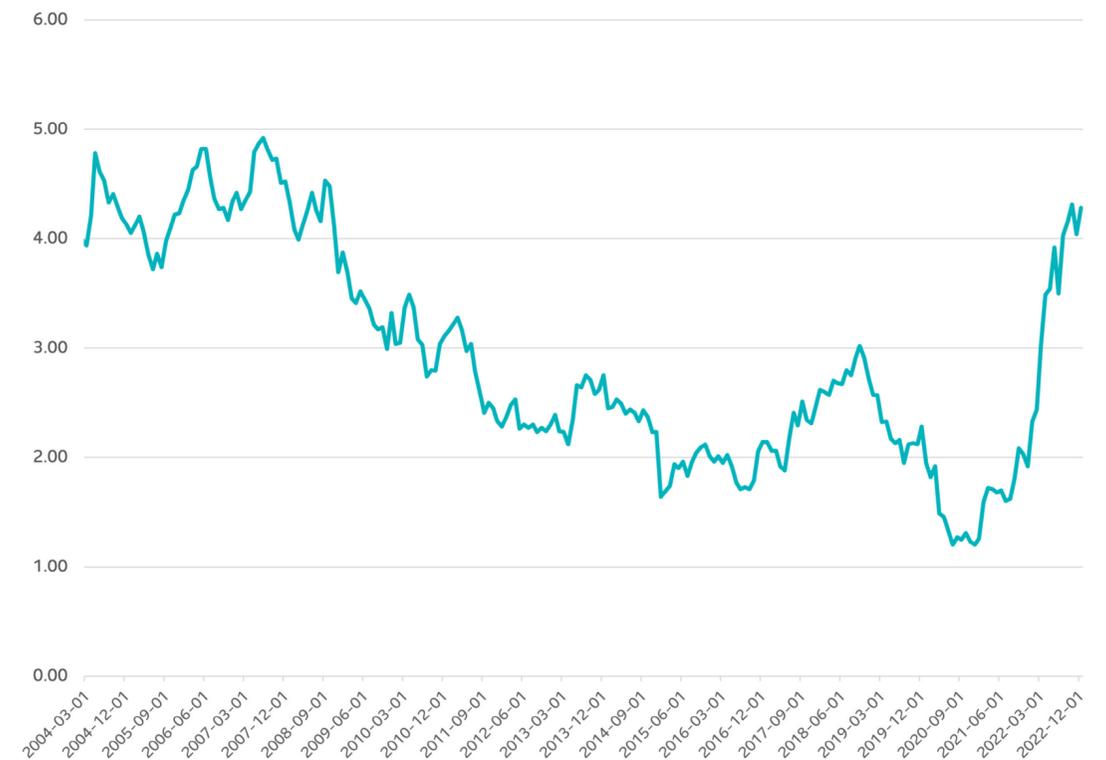
Profiter de l'amélioration des taux de base

Les investisseurs doivent prendre en compte à la fois les taux sans risque et les écarts de crédit, ainsi que l'équilibre entre ces deux éléments. Les taux sans risque et les écarts de crédit devraient continuer d'augmenter à court terme. Toutefois, nous pensons qu'ils prendront bientôt des trajectoires divergentes quand le risque de récession s'intensifiera. À ce moment-là, les écarts continueront probablement de s'élargir, tandis que les taux sans risque chuteront sous l'effet des attentes de baisse de taux d'intérêt. Comme il est difficile de prévoir le sommet du rendement tout compris, notre stratégie générale dans ce marché consiste à graduellement accroître le risque d'écart de crédit dans le but d'atteindre une répartition plus normale des risques peu après que les grandes banques centrales arriveront à leurs taux terminaux. L'échelonnement des échéances nous permettra d'y arriver de façon mesurée.

Les actifs alternatifs au cœur des conversations avec les Clients

Avant la récente hausse des taux d'intérêt, les catégories d'actifs alternatifs intéressaient de plus en plus les compagnies d'assurance en quête de rendement, étant donné la compensation qu'offraient les titres à revenu fixe traditionnels aux investisseurs. Même si les taux des titres à revenu fixe de base sont maintenant beaucoup plus attrayants, les écarts et les prévisions de rendement demeurent supérieurs pour les actifs alternatifs. De plus, les compagnies d'assurance sont de plus en plus à l'aise avec le risque perçu de ces placements et la complexité qui s'y rattache. L'analyse de la répartition stratégique de l'actif est un outil important dans cette évolution. Elle permet de mieux comprendre l'impact de l'ajout d'actifs alternatifs sur le rapport risque-rendement global d'un portefeuille, y compris les avantages sur le plan de la diversification et la protection contre le risque de baisse, qui sont utiles en périodes de récession. Selon nos conversations avec nos Clients actuels et potentiels, la tendance à l'augmentation des placements dans les actifs alternatifs commence seulement à se dessiner.

Le rendement tout compris des obligations de première qualité est à son plus haut depuis la grande crise financière



Source : indice des obligations universelles FTSE Canada.

Solutions de régimes de retraite

Amélioration du provisionnement l'année dernière; incidence de la réduction des risques sur les placements à revenu fixe, marchés des créances privées

Les régimes à prestations déterminées ont été résilients en 2022

À la fin de l'année dernière, les régimes à prestations déterminées (PD) avaient pour la plupart résisté à une période de volatilité. Alors que presque toutes les catégories d'actifs avaient enregistré des rendements négatifs, le niveau de provisionnement des régimes s'était beaucoup amélioré. La principale raison de cette amélioration est la hausse des taux d'intérêt, qui a plus que compensé les pertes dans les portefeuilles d'actions des régimes. Avec des taux de rente approximatifs environ 195 points de base plus élevés qu'au début de 2022 et une sous-couverture du risque de taux d'intérêt dans la plupart des régimes, le provisionnement moyen des régimes PD était d'environ 113 %, soit 10 % de plus qu'au début de 2022.

L'amélioration du niveau de provisionnement stimule généralement les activités de réduction des risques des promoteurs de régime, et 2022 n'a pas fait exception. De nombreux promoteurs ont accru leur pondération de placements à revenu fixe axés sur la couverture du passif ou ont augmenté la durée de leurs portefeuilles. En plus des activités de réduction des risques, l'assouplissement des exigences de cotisation ces dernières années a éliminé certains des irritants rencontrés par les promoteurs de régime PD. Dans ce contexte, certains régimes ont atteint un niveau supérieur d'autoassurance et d'hibernation. Cela implique l'utilisation de techniques semblables à celles employées par les compagnies d'assurance, comme la couverture des risques non récompensés (risque de taux d'intérêt) ainsi que l'incorporation de placements dans des titres de créance non liquides d'émission privée et dans des actifs réels en guise de protection contre une longévité défavorable et les défaillances de crédit potentielles.

Le gouvernement du Canada a annoncé qu'il cesserait d'émettre des obligations à rendement réel, ce qui en a pris plusieurs par surprise. Ce changement nuira probablement aux promoteurs qui versent aux participants de leur régime des prestations indexées sur l'inflation. Vers la fin de 2022, il a été difficile d'apporter des changements aux portefeuilles existants, même si des opérations de petite envergure étaient possibles. Nous continuerons de suivre les développements dans ce marché en 2023, et nous étudions activement les solutions de rechange qui pourraient être adoptées advenant un gel du marché des obligations à rendement réel.

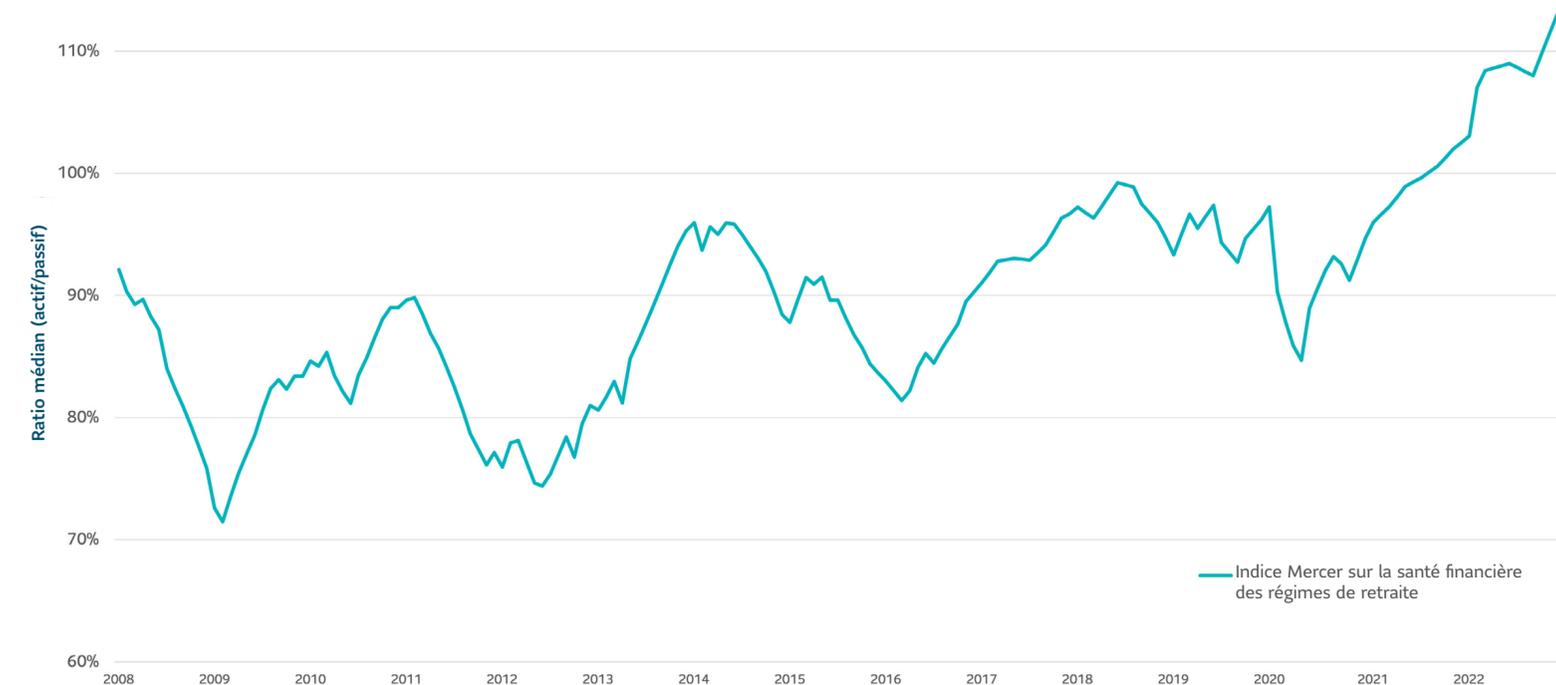
Sources : Mercer, Bloomberg, 2022.



Ashwin Gopwani

Directeur général, chef des solutions de retraite

Le provisionnement des régimes PD s'est amélioré en 2022



Source : Mercer, 2022. L'Indice Mercer de la santé financière des régimes de retraite fait un suivi du ratio médian de l'actif par rapport au passif de solvabilité pour les régimes de retraite figurant dans la base de données de Mercer, qui contient des renseignements financiers, démographiques et autres sur les régimes de retraite des clients de Mercer au Canada.

Les promoteurs de régime diversifient leurs portefeuilles de couverture du passif et de production de revenu

Avec les investissements plus importants des promoteurs dans des titres à revenu fixe, les régimes font face à deux risques croissants. D'abord, le rendement des portefeuilles risque d'être insuffisant pour couvrir la croissance du passif. Ensuite, la concentration des positions sur le marché du crédit expose les actifs du régime au risque de défaillance, qui ne touche pas le passif. Compte tenu de ces risques, de plus en plus de promoteurs cherchent d'autres options ou prennent des mesures pour accroître et diversifier leur exposition au crédit. Cette tendance profite surtout aux obligations de sociétés américaines de première qualité avec couverture du risque de taux d'intérêt en dollars canadiens. Ces placements sont d'une qualité similaire à celle des obligations de sociétés traditionnelles, mais donnent accès à des secteurs absents du marché des obligations de sociétés canadiennes et ont un potentiel de rendement supérieur en raison d'un écart positif entre les swaps américains et canadiens de 30 ans.

Certains promoteurs ont épuisé toutes leurs options dans le marché des titres à revenu fixe de première qualité. Ces promoteurs montrent un intérêt grandissant pour les titres de moindre qualité comme les obligations à rendement élevé et les prêts bancaires (comme compartiments séparés ou composantes d'une solution de crédit multiactif) ainsi que pour l'immobilier et les infrastructures. Nous recommandons aux promoteurs qui n'ont pas l'habitude d'investir dans des catégories d'actifs non traditionnelles de faire de petits changements graduels. Cette stratégie peut tout de même mener à une amélioration du rapport risque-rendement.

Que nous réserve 2023?

En 2023, la situation des régimes dépendra grandement du positionnement en début d'année. Les placements en actions ont généralement diminué au sein des régimes à cause des activités de réduction des risques, mais ils demeurent une source de volatilité potentielle. Un rebond des obligations pourrait bien sûr améliorer encore les niveaux de provisionnement, mais les bouleversements continus et les faibles prévisions de croissance du PIB pourraient créer de la volatilité. Pour maintenir leurs niveaux de provisionnement actuels, les promoteurs doivent s'assurer de détenir le strict minimum d'actions.

L'exposition restante des régimes au risque de taux d'intérêt doit aussi être prise en compte. En général, il est judicieux pour les promoteurs de réduire le risque de taux d'intérêt de leur régime lorsque les taux de provisionnement et d'intérêt sont élevés et que la trajectoire future des taux d'intérêt est incertaine. Ainsi, les promoteurs qui ne font rien pourraient voir leur niveau de provisionnement reculer advenant une baisse des taux d'intérêt.



Disclosure

Ce document est destiné uniquement aux investisseurs institutionnels. Il ne doit pas être utilisé ni distribué auprès d'investisseurs 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. Ils ne doivent pas être considérés comme une source d'information à cet égard et ne constituent pas une offre d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ni de services 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 gestionnaire d'opérations sur marchandises 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 et membre de la Financial Industry Regulatory Authority (« FINRA »).

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

BentallGreenOak est un conseiller en gestion de placements immobiliers à l'échelle 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. 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 une société mondiale de gestion de placements spécialisée dans le crédit alternatif et un conseiller en placement inscrit auprès de la Securities and Exchange Commission des États-Unis. Crescent est un investisseur de premier plan dans le crédit mezzanine, les prêts directs sur le marché intermédiaire en Europe et aux États-Unis, les obligations à rendement élevé et les prêts consortiaux importants.

Sauf indication contraire, tous les chiffres et estimations sont tirés de données internes et sont en date du 31 décembre 2022. Sauf indication contraire, tous les montants en dollars (\$) sont exprimés en dollars canadiens.

Ce document 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. Toutes les opinions et tous les commentaires formulés sont susceptibles de changer sans préavis et sont présentés de bonne foi sans responsabilité légale. Les rendements antérieurs ne garantissent pas les rendements futurs. Toutes les données peuvent changer.

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.

Les résultats antérieurs ne constituent pas une garantie des rendements futurs.

© 2023, SLC Management