

2024

Perspectives de placement mondiales



Lettre de Steve Peacher

Il y a presque toujours une différence entre les attentes et la réalité. En 2023, cela s'est confirmé pour les placements comme pour tout autre aspect de la vie. Les marchés laissaient entrevoir une récession aux États-Unis pour l'année écoulée, laquelle ne s'est pas produite. Pour d'autres économies, comme le Canada, le Royaume-Uni et la zone euro, la situation de la croissance a été moins rose. Nous avons aussi constaté que, pour l'ensemble des marchés, les projections des taux d'intérêt ont évolué depuis 12 mois, allant parfois à l'encontre des déclarations des banques centrales.

À l'aube de 2024, les indicateurs de la confiance et les attentes du marché continuent de retenir l'attention des investisseurs – les discussions sur un éventuel sommet des taux d'intérêt s'intensifient et influencent la volatilité du marché. Il est utile de suivre l'actualité financière. Mais je pense qu'il est tout aussi important de ne pas se laisser distraire par les fluctuations quotidiennes des projections des marchés des capitaux et de considérer plutôt les événements dans une perspective globale.

Gestion SLC a franchi le cap des dix ans. Cette étape nous rappelle combien il est important de maintenir une approche à long terme. C'est ce que nous cherchons à transmettre à nos Clients dans nos Perspectives de placements mondiaux 2024. Depuis la création de notre entreprise, nous nous sommes engagés à fournir des solutions, des services et des renseignements de qualité. L'un des éléments clés de cet engagement est l'utilisation de l'expertise de nos spécialistes des placements pour découvrir ce que les indicateurs nous disent réellement. Nous examinons les développements économiques actuels dans un contexte historique. Nous analysons ce que représentent les perspectives particulières pour les différentes catégories d'actifs et les différents investisseurs. Nous étudions les titres à revenu fixe d'émissions publiques et privées, les infrastructures et l'immobilier, de même que les régimes de retraite et la gestion d'actifs dans le secteur de l'assurance.

Nos perspectives mondiales semestrielles nous permettent de regrouper tous ces renseignements en présentant les points de vue de Gestion SLC et de nos gestionnaires d'actifs spécialisés : BentalGreenOak, InfraRed et Crescent Capital. Dans les pages qui suivent, nous abordons des questions difficiles auxquelles nous devons peut-être tous faire face dans l'année à venir. Y aura-t-il d'autres ralentissements économiques en 2024? Les banques centrales arrêteront-elles de hausser les taux? Est-ce que des baisses de taux sont envisageables? Quelle est la direction prise par les marchés des titres à revenu fixe? Verrons-nous une hausse des volumes du crédit privé, une reprise de l'immobilier et une poursuite de l'expansion mondiale des infrastructures? Et quel positionnement stratégique les investisseurs institutionnels doivent-ils adopter pour les mois à venir?

Depuis dix ans, nous avons eu le privilège d'aider nos Clients à atteindre leurs objectifs de placement à long terme, et nous nous réjouissons à l'idée de continuer de le faire dans les mois et les années à venir. Nous espérons que ces perspectives vous aideront à sortir des sentiers battus et à envisager les conséquences à court et à long terme des changements économiques. N'hésitez pas à communiquer ces renseignements à vos propres parties prenantes, alors que nous entreprenons une année de changements, de défis et de possibilités.

Cordialement,



Steve Peacher
Président, Gestion SLC



Perspectives macroéconomiques

Une année 2023 marquée par la résilience : en 2024, les attentes se tournent vers les poches d'instabilité plutôt que vers les défis systémiques

L'économie mondiale passe à une vitesse inférieure

Depuis 18 mois, la plupart des économistes ont évoqué le risque imminent d'un important recul économique à l'échelle mondiale. On pouvait le comprendre. Alors que les banques centrales procédaient à un resserrement historique, le réflexe a été de penser que quelque chose finirait par céder. Mais la grande surprise a été la résilience. Les ménages et les entreprises sont toujours en bonne santé. Les emplois sont nombreux et les salaires restent élevés. La hausse des taux n'a que peu d'effet sur les entreprises, qui ont bloqué leurs taux fixes depuis des années, et sur les détenteurs de prêts hypothécaires, qui sont dans la même situation.

Les perspectives quant au PIB sont désormais passées d'un scénario de récession à un scénario de croissance modeste. Les effets à retardement des hausses de taux devraient ralentir l'activité et freiner les plans d'expansion. L'Amérique du Nord s'est distinguée l'année dernière, mais elle devrait rétrograder et enregistrer une croissance du PIB de 1 % cette année.

Par ailleurs, la zone euro a évité de justesse la récession l'année dernière, car elle a bien géré les perturbations de son approvisionnement en énergie. Cette année, les mêmes défis se présenteront, mais l'amélioration des salaires réels et des revenus des ménages devrait contribuer à une croissance modeste.

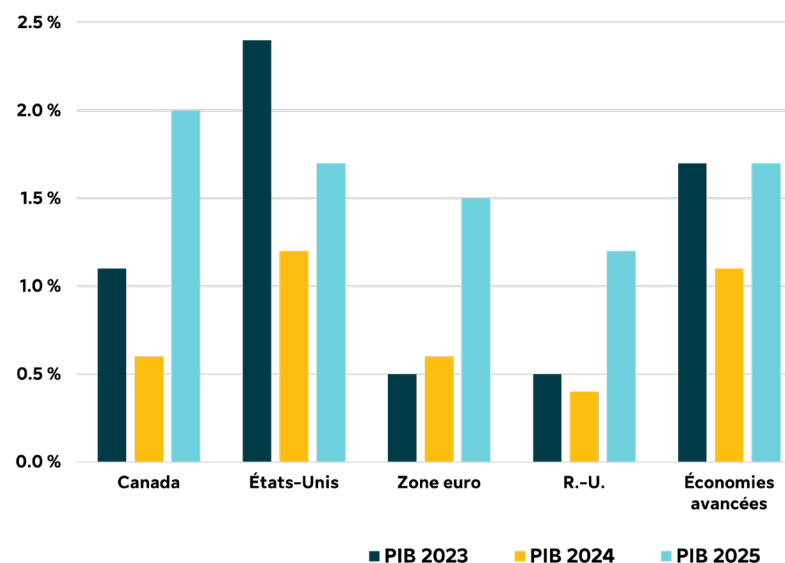
L'an dernier, la Chine a connu son pire ralentissement dans le secteur de l'immobilier, mais a tout de même enregistré une croissance moyenne, alors que l'activité économique a atteint son point le plus bas durant l'été. Le pays aborde à présent l'année 2024 avec davantage de dynamisme, puisque la politique économique du gouvernement a pris une tournure plus favorable.



Dec Mullarkey

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

Perspectives de croissance – PIB des grandes économies



Source : Enquête mensuelle de Bloomberg, Gestion SLC, 2023. Les prévisions ci-dessus reposent sur des estimations, et il n'y a aucune garantie que les estimations seront réalisées.

Ajustements sectoriels non synchronisés

Le cycle économique actuel, en particulier aux États-Unis, ressemble davantage à une série d'ajustements sectoriels non synchronisés ou à une « récession progressive », version d'un atterrissage en douceur caractérisé par certaines poches d'instabilité, mais sans ralentissement systématique.

Par exemple, après une forte correction en 2022 dans le secteur de la technologie, les entreprises ont réduit leurs effectifs, mais elles ont commencé à aller mieux grâce à l'enthousiasme suscité par l'IA. Les prix des logements ont chuté par rapport aux points les plus élevés de la courbe conjoncturelle, mais ils remontent en raison de la faiblesse des stocks. L'industrie manufacturière américaine est en contraction depuis plus d'un an, mais elle se redresse par rapport aux creux de l'été dernier, à mesure que les chaînes d'approvisionnement se rétablissent et que la demande de biens se stabilise.

Après les récentes faillites, les banques régionales ont renforcé leurs bilans, du fait de l'introduction de nouvelles exigences réglementaires pour les fonds propres. La valorisation de leurs actions a été touchée, mais semble avoir atteint un plancher, les marchés se montrant prudents dans l'évaluation des risques liés aux prêts hypothécaires commerciaux.

Quant au secteur de l'immobilier, il se préoccupe surtout du sort des immeubles de bureaux. Comme l'avenir de ces immeubles reste incertain, les titres de fiducies de placement immobilier (FPI) de ce secteur se négocient avec des décotes importantes, car le marché est inquiet pour la pérennité des loyers. Les titres de sociétés à rendement élevé qui paient des taux variables se comportent encore relativement bien. Malgré la hausse spectaculaire des taux au cours de l'année écoulée, les tensions dans ce secteur restent relativement limitées et les défauts de paiement augmentent lentement.

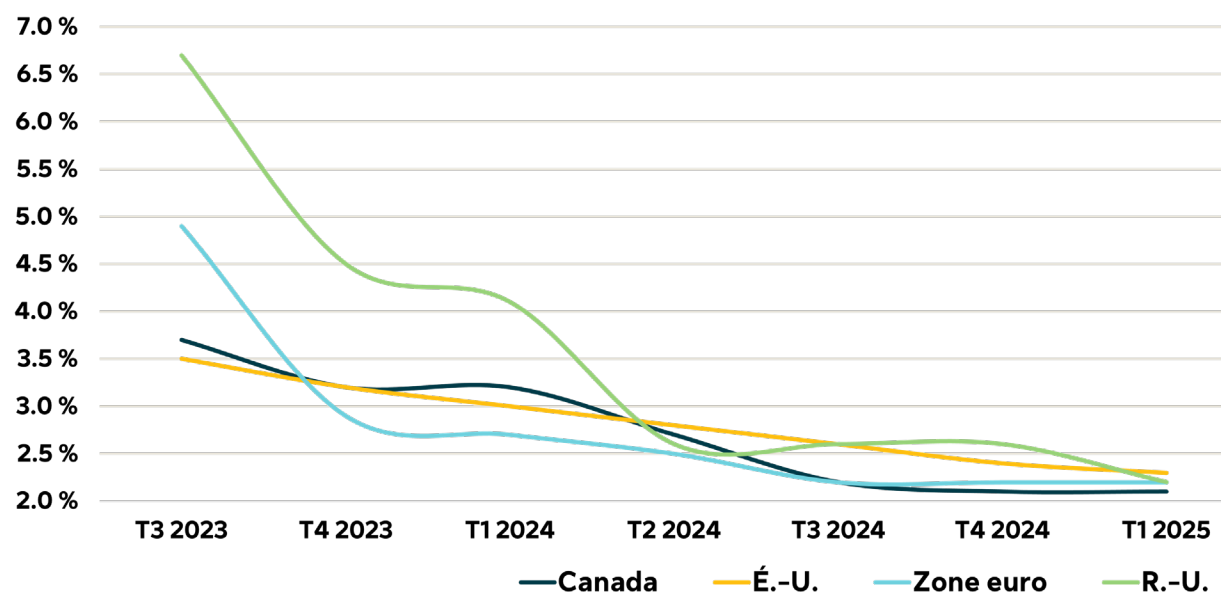
Perspectives macroéconomiques

**Dec Mullarkey**

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

Par conséquent, si on considère que le contexte est celui d'une récession progressive, on observe que les secteurs de la technologie et du logement ont connu des tensions, mais les ont surmontées. L'industrie manufacturière connaît toujours une contraction prolongée, mais relativement faible. Cependant, les perspectives s'améliorent. Les banques régionales se sont stabilisées avec une forte décote, tandis que les marchés évaluent l'évolution des risques liés aux actifs et le degré de consolidation nécessaire. De son côté, le secteur des immeubles de bureaux s'interroge sur ce qu'il adviendra finalement de leur taux d'utilisation. Dans le même temps, les entreprises avec une dette à taux variable résistent, mais elles pourraient constituer une alerte précoce quant à l'intensité du stress lié à l'endettement des entreprises.

Inflation de l'indice des prix à la consommation (IPC) global



Source : Bloomberg, Gestion SLC. Mesures de l'indice des prix à la consommation (IPC) pour le quatrième trimestre de 2023 et les suivants, selon une enquête de Bloomberg auprès d'économistes. Les prévisions ci-dessus reposent sur des estimations, et il n'y a aucune garantie que les estimations seront réalisées.

Les risques géopolitiques demeurent une priorité

À mesure que le conflit entre Israël et le Hamas s'intensifie et que la guerre que mène la Russie en Ukraine se poursuit, les risques géopolitiques continuent d'augmenter. Malgré le coût humain des conflits, les répercussions sur les marchés financiers sont contenues pour l'instant. Les prix du pétrole sont toujours négociés dans une fourchette étroite. L'une des principales craintes est que d'autres parties entrent dans le conflit au Moyen-Orient, ce qui risquerait de retarder la résolution du problème.

Mis à part Israël et l'Ukraine, l'autre grande tension géopolitique est celle qui règne entre les États-Unis et la Chine. Les États-Unis cherchent à contenir la sophistication technologique de la Chine en lui interdisant l'accès à des puces américaines de pointe et en encourageant leurs alliés à faire de même.

Le système commercial mondial se réorganise autour d'une politique « Chine plus un ». Les États-Unis et d'autres pays qui dépendaient considérablement de la Chine pour leur chaîne d'approvisionnement se tournent plus activement vers d'autres pays comme le Mexique, le Vietnam, l'Inde, l'Indonésie et les Philippines.

À l'heure actuelle, les changements relèvent davantage de la diversification que du découplage. La Chine reste l'une des principales destinations des exportations américaines, mais le Mexique et le Canada se sont hissés aux deux premières places, la Chine occupant désormais une lointaine troisième place.

La politique des banques centrales restera un facteur déterminant pour le marché

Les principales banques centrales continuent de mettre en garde le monde contre la menace de l'inflation, mais les opérateurs multiplient les paris sur la tendance à la baisse des taux d'intérêt cette année. Il est surprenant de constater la rapidité et le caractère général de ce changement. Les marchés s'attendent à ce que la Réserve fédérale américaine, la Banque du Canada, la Banque d'Angleterre et la Banque centrale européenne (BCE) réduisent leurs taux de 100 points de base ou plus cette année.

Après tout, l'inflation se calme et les banques centrales semblent avoir atteint des taux maximums, car elles temporisent et planifient les prochaines étapes. Alors que la plupart des banques centrales laissent entendre qu'elles ne sont pas pressées, les marchés s'attendent à ce beaucoup d'entre elles commencent à réduire leurs taux au cours des six prochains mois. Fait surprenant, la BCE pourrait montrer la voie si l'inflation de la zone euro revenait plus rapidement que prévu à l'objectif fixé.

Le marché est convaincu que les effets cumulés des hausses de taux des banques centrales se seront pleinement fait sentir cette année. Cela pourrait freiner l'activité, ralentir les embauches et inciter les banques centrales à assouplir leur politique.

La question clé? Savoir quand les banques centrales estimeront que le ralentissement est suffisant pour entamer un cycle de baisse des taux. Ce qui rend la manœuvre délicate, c'est que les revers économiques se déroulent rarement à un rythme linéaire. Parfois, une situation favorable peut se révéler trompeuse. Toutefois, pour l'instant, les marchés pensent que les banques centrales resteront attentives à l'évolution des données et réagiront rapidement aux faiblesses pour éviter une spirale descendante qui se renforcerait d'elle-même.

Source : Bloomberg, 2024.

Titres à revenu fixe de première qualité

Les attentes en matière de baisses de taux pourraient mener à une normalisation de la courbe des taux

Le cycle de resserrement est-il vraiment terminé?

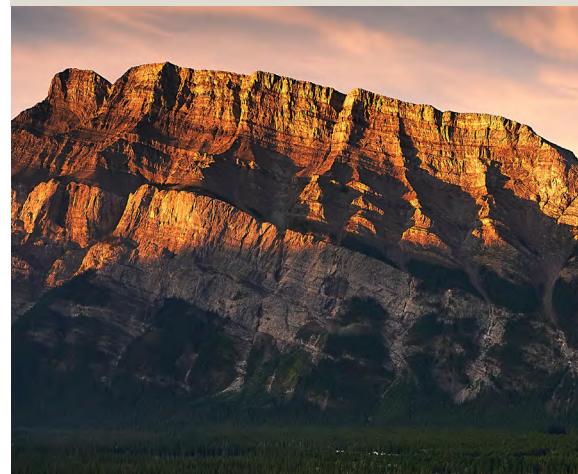
Comme les hausses de taux de la Banque du Canada (BdC) sont probablement derrière nous, le calendrier et la quantité des baisses de taux seront au cœur de l'année 2024. À la fin de 2023, l'inflation est restée supérieure à l'objectif de 2 % fixé par la BdC, mais la baisse de l'indice des prix à la consommation global, qui a commencé à 6,3 % en 2023, est encourageante. Sans surprise, les principaux facteurs d'inflation en 2023 sont le logement, en raison de la hausse des intérêts hypothécaires et des loyers, et l'alimentation et l'énergie. Mais si l'on fait abstraction du logement, l'inflation s'est rapprochée de l'objectif de 2 %. Cette situation, conjuguée à un contexte économique moins favorable, laisse penser que nous avons atteint la fin de ce cycle de resserrement.

Alors, quand commencerons-nous à avoir un répit et à voir les taux baisser? Le délai entre la dernière hausse de la BdC en 2023 (juillet) et sa première baisse a été d'environ six mois en moyenne. En conformité avec le thème des taux d'intérêt plus élevés sur une plus longue période, le marché ne s'attend pas à ce que les baisses commencent avant juin 2024, bien que ces attentes changent souvent. Notons que les baisses de taux sont établies avant les prévisions de la BdC pour un retour de l'inflation à 2 % au second semestre de 2025. Après un cycle de hausse qui a débuté en mars 2022, nous nous dirigeons vers des réductions de taux en 2024. Nous croyons que la courbe des taux inversée devrait enfin commencer à se normaliser, sous l'effet des rendements en baisse de l'extrémité courte de la courbe. La partie longue de la courbe des taux

au Canada pourrait aussi subir une certaine pression due à des émissions supplémentaires. Cela découle de l'énoncé économique d'automne du gouvernement fédéral en 2023, qui anticipe des déficits plus importants dans les années à venir – les émissions d'obligations à long terme du Canada ont connu la plus forte augmentation d'émissions, soit 40 %.

2%/2025

Le Canada devrait atteindre sa cible en matière d'inflation l'an prochain, mais des réductions de taux d'intérêt pourraient se produire avant.



Randall Malcolm

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

Une réorientation stratégique des obligations hypothécaires du Canada

L'énoncé économique d'automne a également mis en lumière de nouvelles stratégies pour le Programme des obligations hypothécaires du Canada (OHC). Au lieu d'être éliminée, l'émission annuelle d'OHC augmentera de 20 milliards de dollars canadiens. Mais le gouvernement fédéral achètera désormais jusqu'à 30 milliards de dollars canadiens par an sur le marché, ce qui réduira progressivement la part négociable des OHC en circulation. En profitant de l'écart positif entre ses achats d'OHC et ses émissions d'obligations du Canada, le gouvernement peut utiliser le report pour financer ses dépenses dans des domaines tels que le logement abordable.

L'Ontario prédit également des déficits futurs plus importants dans sa mise à jour d'automne. Il pourrait en découler une détérioration des fondamentaux économiques provinciaux, alors que les hausses de taux antérieures se répercutent sur la croissance économique. Cela pourrait également se traduire par une augmentation des émissions provinciales à compter de 2024, mais les émissions provinciales sont déjà si importantes qu'une augmentation risque d'être difficile à détecter. Depuis le début de l'année, l'offre des sociétés est inférieure à celle de 2022, ce qui s'explique en grande partie par les financements considérables que les banques canadiennes ont effectués en 2022. Les banques ont une dette considérable qui arrive à échéance en 2024, mais une part importante de cette dette est déjà en dollars américains et constitue une dette de premier rang – ces deux éléments tendent à favoriser les remboursements à de meilleurs niveaux en dollars américains. Si l'on ajoute à

cela le ralentissement de l'économie, il est peu probable que nous assistions à une expansion importante des nouvelles émissions d'obligations de sociétés en 2024.

L'incidence de l'augmentation de l'émission

Compte tenu de l'augmentation de l'offre d'émissions gouvernementales, les programmes d'emprunt fédéraux et provinciaux étant de plus en plus élevés, les rendements pourraient être poussés à la hausse dans la partie longue de la courbe et potentiellement évincer les émissions d'obligations de sociétés. L'année civile 2023 a été relativement positive pour les marchés du crédit en Amérique du Nord. À mesure que les taux d'intérêt se normalisent, si nous assistons à un rebond inattendu des émissions de sociétés ou à un déclin plus important de l'économie, nous pourrions voir les écarts de crédit des sociétés s'écarter de leurs niveaux relativement serrés. Les écarts de crédit des sociétés canadiennes sont restés en retrait par rapport au resserrement des écarts de crédit des sociétés américaines en 2023. C'est un phénomène habituel dans les périodes de variations importantes des écarts de crédit. Nous nous attendons à ce que cette relation finisse par s'inverser, ce qui soutiendrait le rendement relatif des écarts de crédit canadiens.

Source : Bloomberg, 2024. Banque du Canada, 2023.

Titres à revenu fixe de qualité inférieure

La fin du cycle de hausse des taux d'intérêt laisse entrevoir des résultats plus solides pour le crédit

Les marchés des titres de qualité inférieure se sont relevés à la fin de 2023

Les rentrées dans le crédit ont été faibles en volume tout au long de 2023. Ils ont connu une certaine reprise vers la fin de l'année, lorsqu'il est devenu plus évident qu'une récession ne se produirait pas à court terme aux États-Unis; le marché s'attendant à une récession légère ou à un atterrissage en douceur en 2024. Une vision plus optimiste du contexte des taux a également contribué à stimuler les volumes, les investisseurs entrevoyaient que le resserrement des politiques de la banque centrale pourrait avoir atteint son apogée.

Les derniers mois de l'année passée, nous avons commencé à observer une tendance plus constructive sur les marchés publics du crédit de qualité inférieure, notamment en ce qui concerne les instruments cotés B. Cette tendance s'est traduite par un resserrement des prix des nouvelles émissions de titres à rendement élevé et de prêts bancaires. Le marché peut encore profiter largement de ce resserrement, compte tenu des volumes toujours faibles et de la demande importante émanant du marché des titres garantis par des prêts.

Les effets possibles de taux élevés persistants

Le marché des titres à rendement élevé lui-même a subi quelques contrecoups en raison de la hausse des taux, étant donné la nature à taux fixe de ces obligations, mais nous nous attendons à ce que les rendements de cette catégorie d'actifs s'améliorent lors d'une baisse éventuelle des taux. Les prêts syndiqués importants, qui offrent les avantages des structures à taux variable, sont l'une des sphères qui suscitent le plus d'intérêt sur les marchés publics de titres de qualité inférieure. Les titres de créance qui ont été mis sur le marché depuis la fin de l'année 2023 sont, selon notre analyse, de meilleure qualité et présentent des structures à effet de levier plus prudentes dans un contexte de taux élevés.



John Fekete
Directeur général et chef des marchés financiers, Crescent Capital Group

Un terrain solide en perspective, mais la prudence reste de mise

Selon nous, l'environnement du crédit en 2024 semble positif. Les données fondamentales du crédit demeurent encourageantes en ce début 2024, même si l'on s'attend à ce qu'une partie de cette vigueur s'atténue avec le ralentissement de la croissance économique américaine. Nous continuons de penser que la plupart des emprunteurs connaîtront une croissance de leurs revenus et de leurs rentrées à l'avenir, ce qui se traduira par des ratios de levier stables. Les coupons, c'est-à-dire les taux payés par les emprunteurs, sont susceptibles d'atteindre ou de frôler leur sommet avec la fin du cycle de hausse des taux d'intérêt aux États-Unis. Si les taux encore élevés peuvent exercer une pression sur certains emprunteurs, nombre d'entre eux disposent de liquidités suffisantes et sont susceptibles de recevoir au besoin le soutien d'un investisseur privé de capital-investissement. Les taux de défaillance de crédit sont relativement faibles et devraient se situer autour de leur moyenne à long terme en 2024. Avec un risque de récession faible, des taux de défaillance égaux ou inférieurs à la moyenne historique et une politique monétaire qui tend à réduire les taux d'intérêt plutôt qu'à les augmenter, les investisseurs en obligations à rendement élevé et en prêts bancaires pourraient obtenir des rendements entre 5 et 9 % en 2024.



Sources : Bloomberg, JP Morgan, 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.

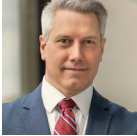
Titres de créances privés de première qualité

Le volume de titres de créances privés de première qualité s’apprête à faire une entrée en force en 2024

Tirer parti des occasions

Le volume total des titres de créances privés de première qualité de 2023 a été proche de celui de 2022, en raison de la baisse des émissions du secteur financier (gestionnaires d’actifs, sociétés de développement commercial, fiducies de placement immobilier), baisse compensée par une forte émission de sociétés et dans le secteur des services publics. À notre avis, les émetteurs sont arrivés sur le marché en 2023 parce qu’ils avaient une raison de mobiliser des capitaux (acquisitions, investissements en immobilisations ou refinancement d’une dette arrivant à échéance). Et les coupons plus élevés ont découragé certains émetteurs « opportunistes » qui avaient profité du contexte des faibles taux d’intérêt en 2020 et en 2021 pour renforcer leurs liquidités.

Lorsque les émetteurs arrivaient sur le marché, c’était souvent pour des durées courtes et en préférant ne pas immobiliser les taux à long terme. Le volume global est resté relativement stable en 2023 par rapport à 2022. Mais en 2023, le marché est resté à la traîne de 2022 pendant la majeure partie de l’année; il s’est rattrapé grâce à un dernier trimestre vigoureux. Le quatrième trimestre de 2023 a été très actif, puisque les émetteurs semblaient s’être faits à l’idée que les taux pourraient être « plus élevés pendant plus longtemps ». La stabilité de l’offre n’a cependant pas été une mauvaise chose, car pendant une grande partie de 2023, le marché a connu une baisse de la demande : l’insuffisance de liquidités des investisseurs, la baisse des ventes de leurs produits ou l’augmentation de leurs rachats a



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

tempéré leur demande. Malgré le volume plus faible du marché, de nombreux investisseurs ont pu profiter d’une concurrence réduite et investir dans des titres de crédit privé de première qualité offrant une valeur relative attrayante et avec de bonnes répartitions.

2024’s market outlook: “Steady as she goes”

L’année 2024 devrait démarrer du bon pied pour deux raisons :

1. Des opérations ont été reportées alors qu’elles devaient être lancées au quatrième trimestre, mais compte tenu du calendrier automnal chargé, les émetteurs et les banquiers étaient préoccupés par l’« espace de stockage » (c.-à-d. par la nécessité d’attirer l’attention des investisseurs).
2. Le Private Placements Industry Forum annuel, habituellement prévu pour janvier, a été reporté à plus tard en 2024, ce qui a incité certains émetteurs à se lancer sur le marché avant le forum au lieu d’attendre jusqu’à la mi-février.



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

À l’aube de 2024, l’économie américaine se porte toujours bien, mais elle montre des signes de ralentissement. Il semble que la Réserve fédérale et les banques centrales soient enclines à se montrer accommodantes pour éviter que les hausses de taux de 2022-2023 ne modèrent davantage la croissance économique. L’expression courante « atterrissage en douceur » vient à l’esprit. Dans ce contexte, le marché des titres de créances privés de première qualité devrait être stable. Compte tenu de l’incertitude qui régnait à la même époque l’année dernière, lorsque nous avons préparé nos perspectives prudemment optimistes pour 2023 (inflation élevée, période de hausses de taux agressives et risque de récession), et des turbulences provoquées par la Silicon Valley Bank en mars 2023, nos perspectives pour 2024 ne sont pas moins constructives. Nous ne nous attendons pas à ce que le secteur financier génère des volumes comme il l’a fait en 2020 et 2021. Mais nous pensons qu’il consolidera les nouvelles émissions et fournira de nombreuses occasions de refinancement à court terme, compte tenu de l’abondance d’émissions des dernières années. La stabilité accrue des taux d’intérêt devrait profiter à toutes les catégories d’actifs, des infrastructures aux obligations de sociétés en passant par les financements structurés. Les émissions de FPI et de sociétés immobilières sont toujours à la recherche d’un plancher.

Du côté de la demande, l’appétit des investisseurs est imprévisible. Pour les raisons mentionnées précédemment, il a été quelque peu modéré pendant la majeure partie de 2023. La demande plus forte des investisseurs, comme



Gary Greaves
Directeur général, titres à revenu fixe,
émissions privées

en témoignent le resserrement des prix et les sursouscriptions que nous avons parfois observés à l’automne 2023, pourrait être le signe d’un marché plus compétitif en 2024.

Même si des vents contraires sur les plans économique, politique ou du marché modifient les règles du jeu et rendent les marchés moins constructifs, l’activité sur le marché des titres de créances privés pourrait demeurer forte. En effet, les investisseurs considèrent le marché privé comme un refuge où les émetteurs recherchent la certitude de l’exécution. En période d’incertitude, les investisseurs sont souvent récompensés lorsqu’ils prouvent qu’ils ont des liquidités. Dans ce contexte, nous croyons que les investisseurs qui gardent une perspective de « progression régulière » pourraient y trouver leur compte.

Source : Private Placement Monitor, 2024.

Crédit privé de moindre qualité

Des rendements attrayants et des structures prudentes peuvent créer des conditions gagnantes pour le crédit privé

Apporter de la valeur aux investisseurs et aux emprunteurs

Nous croyons que le crédit privé continuera d’apporter une valeur tangible. Les investisseurs ont profité des rendements plus élevés, des liquidités constantes et des distributions régulières de revenus que permet le crédit privé tout en présentant une volatilité plus faible. Du même coup, les emprunteurs reconnaissent les avantages qu’un gestionnaire spécialisé dans le crédit privé peut offrir. Quels avantages? La certitude de l’exécution et l’absence de risque lié au marché pour l’emprunteur en raison des capitaux engagés et des engagements contractuels qui sous-tendent ces financements. Ces facteurs font de plus en plus du crédit privé le prêteur de choix pour les emprunteurs.

La formation de capital évolue et adopte le crédit privé

Selon nous, le crédit privé continue de bénéficier d’une dynamique de marché favorable et de facteurs avantageux à long terme. La formation de capital est en train de changer et s’oriente vers le crédit privé sur le long terme.

Les banques continuent de délaisser les prêts sur le marché intermédiaire, et les fournisseurs de capitaux privés comblent le vide ainsi créé. Les niveaux records de capitaux à investir accumulés par les sociétés de capital-investissement, et le volume croissant de refinancements, de capitaux de croissance et de recapitalisations de dividendes, continuent de stimuler la demande pour le crédit privé. Enfin, nous avons observé que les emprunteurs se tournent de plus en plus vers le crédit privé. Ils veulent trouver des solutions de refinancement pour faire face à la vague de prêts et d’obligations arrivant à échéance qui ont été souscrits dans un contexte de taux à zéro. Il s’agit entre autres d’émetteurs publics chevronnés qui ont eu recours aux marchés du crédit privé pour faire face à leurs titres arrivant à échéance.



Chris Wright

Directeur général et chef des marchés privés, Crescent Capital Group



Chris Wang

Directeur général, solutions de crédit Crescent, Crescent Capital Group

Selon nous, ce changement de longue durée se produit dans un contexte de prêts structurés de manière plus prudente. Ces prêts comportent des niveaux d’endettement plus faibles, des réserves de fonds propres plus élevées et des protections plus importantes pour les prêteurs dans les conventions de crédit.

Une souplesse du capital qui permet d’offrir des solutions recherchées

Nous nous attendons à ce que les emprunteurs se tournent de plus en plus vers le crédit privé. Ils cherchent ainsi à obtenir des solutions de capital souples grâce à des structures de prêt de premier rang et d’autres rangs pour répondre à leurs besoins de financement précis sur le marché.

Par exemple, des solutions créatives de structures de prêt de premier rang et d’autres rangs pourraient être essentielles pour aider les entreprises à réaliser la transition et à ajuster leurs structures de capital, qui peuvent avoir été mises en place lorsque les taux d’intérêt étaient nettement plus bas. Les prêts autres que de premier rang peuvent être structurés avec des retours en argent ou non (paiement en nature). Les emprunteurs peuvent ainsi accéder à des capitaux de croissance supplémentaires sans augmenter leurs charges d’intérêts en argent. Ce capital de croissance peut être utilisé pour générer des liquidités, rembourser des dettes ou procéder à des acquisitions rentables. Les prêts autres que de premier rang peuvent également être un outil rentable. Par exemple, ils peuvent permettre aux sociétés de mobiliser des capitaux sans avoir à modifier le tarif d’un prêt de premier rang existant ou à déclencher les dispositions de la nation la plus favorisée (NPF), que ce prêt soit structuré avec un retour en argent ou en nature.

Enfin, nous pensons que les solutions de capital souples représentent une proposition de valeur convaincante pour les emprunteurs. Elles peuvent par la suite offrir aux investisseurs la possibilité d’obtenir des rendements ajustés au risque plus élevés.

Implications pour les investisseurs qui envisagent de recourir au crédit privé

Dans un contexte favorable au crédit, les taux de défaillance sont faibles et la dispersion des rendements chez les gestionnaires est également faible. En fait, les gestionnaires qui ont pris plus de risques ont généralement été récompensés par des rendements plus élevés. Toutefois, nous ne sommes plus dans une période favorable au crédit. Les taux plus élevés sont une arme à double tranchant : les rendements plus élevés à remettre aux prêteurs doivent être payés par les emprunteurs. Le risque de récession est également au centre des préoccupations des investisseurs et des gestionnaires, qui s’inquiètent de la pression sur les bénéfices et de l’augmentation possible des défauts de paiement.

Les investisseurs qui envisagent aujourd’hui de recourir au crédit privé doivent tenir compte de l’expérience du gestionnaire en matière d’investissement sur plusieurs cycles de crédit (y compris dans des contextes de taux d’intérêt élevés et des périodes de faiblesse économique), de la solidité de la plateforme d’approvisionnement, de la discipline de placement constante et de l’expertise en gestion de portefeuilles.

Nous croyons qu’avec le bon gestionnaire, les rendements attrayants et les structures prudentes d’aujourd’hui devraient créer des conditions gagnantes pour le crédit privé en 2024.

Sources : Bloomberg, Private Placement Monitor, 2024.

Crescent a créé ce document à des fins pédagogiques seulement. Il ne doit pas être utilisé à d’autres fins. Les exemples de structures et de solutions de dette cités précédemment ne sont fournis qu’à titre informatif. Les renseignements contenus dans ce document 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

Au-delà du cycle de resserrement : une plus grande clarté des taux d'intérêt est une bonne nouvelle pour l'immobilier commercial

Croissance ralentie, changement de politique à l'horizon

La contraction de l'activité économique au troisième trimestre de 2023, qui a été bien en deçà des attentes du consensus, pourrait avoir marqué la fin du cycle de resserrement de la Banque du Canada (BdC). L'économie a évité une récession technique après l'importante révision à la hausse du PIB au deuxième trimestre de 2023, qui est devenu positif. Mais l'incidence des hausses précédentes des taux d'intérêt devient évidente. Ces données, combinées au ralentissement de l'inflation et à l'affaiblissement du marché du travail, suggèrent que la prochaine étape pour la BdC pourrait être de réduire les taux d'intérêt. La banque centrale évite de faire des réductions trop tôt de peur de raviver l'inflation, mais en 2024, un changement de politique sera un thème clé pour les investisseurs.

La préservation des revenus de propriété passe par un ralentissement court et léger de l'activité économique

Le consensus continue de tabler sur un ralentissement économique bref et léger. Par conséquent, la demande des occupants devrait demeurer saine, et les fondamentaux immobiliers bien équilibrés devraient continuer à soutenir la croissance des loyers. Cependant, les activités de location sur le marché des immeubles de bureaux restent bien en deçà des niveaux d'avant la COVID-19. Elles sont entravées par le télétravail et les licenciements. L'incertitude entourant les

bureaux ne sera pas résolue de sitôt. Mais ce qui est clair, c'est que le fossé entre les espaces aménagés de haute qualité et les espaces de base se creuse de plus en plus.

Le risque de refinancement demeure l'un des risques les plus considérables à court terme pour l'immobilier commercial. En effet, les taux variables, combinés aux dettes à taux fixe arrivant à échéance, continuent d'évoluer vers des taux d'intérêt nettement plus élevés et de peser sur les flux de trésorerie. Face à l'incertitude, les prêteurs restent prudents sur le plan des normes de crédit et des structures de prêt. C'est ce que montre l'importance accordée aux questions de coût du capital dans une enquête menée en 2023 par PwC et l'Urban Land Institute (ULI) auprès de sociétés immobilières canadiennes et d'autres experts du secteur.

Sur le plan sectoriel, il nous semble que les actifs industriels et multifamiliaux continuent d'être les préférés des prêteurs, qui offrent les marges les plus faibles. Nous continuons à observer un écart plus important par type et par qualité d'actif par rapport à ce que nous avons connu par le passé.



Phil Stone

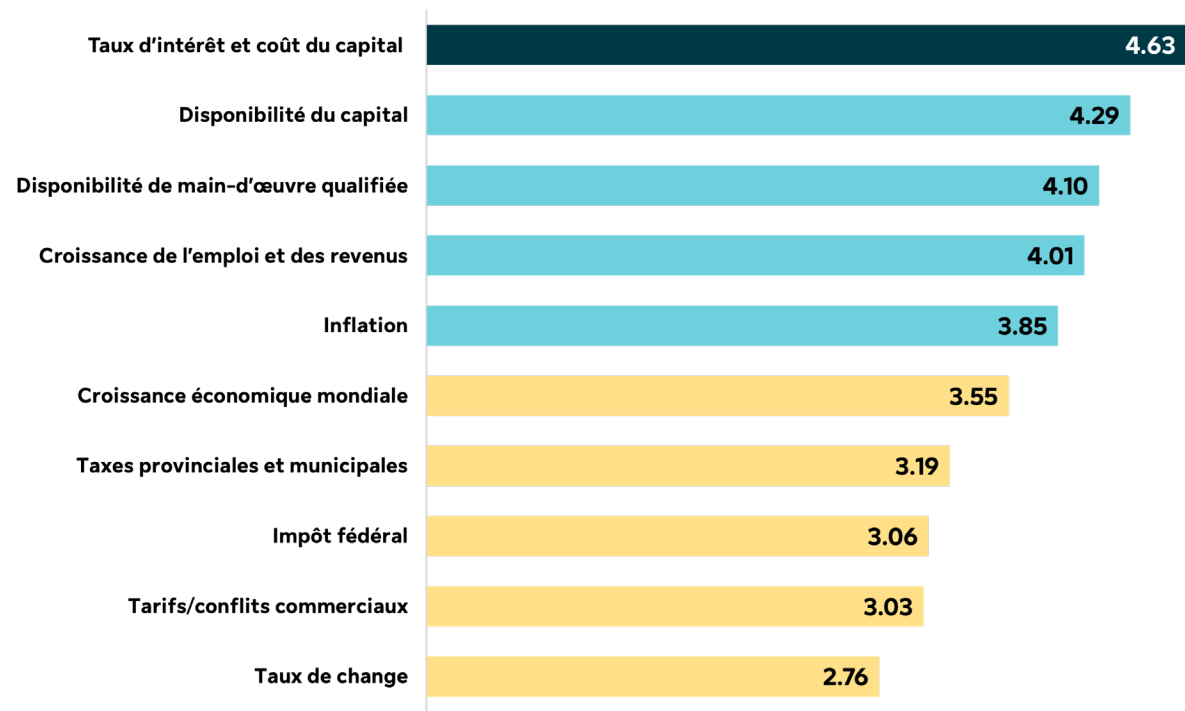
Directeur général, chef de la recherche au Canada, BGO



Michael Andrews

Associé directeur, gestionnaire de portefeuille, BGO

Évaluation de l'importance des questions économiques et financières en matière d'immobilier en 2024



Source : Enquête PwC/ULI, Emerging Trends in Real Estate 2024. Notes : 1 = Aucune importance; 5 = Grande importance.

Immobilier



Phil Stone

Directeur général, chef de la recherche au Canada, BGO



Michael Andrews

Associé directeur, gestionnaire de portefeuille, BGO

Pour sortir le secteur immobilier commercial de la récession, il faut réviser les prix et clarifier les perspectives en matière de taux

Le marché continue d'ajuster le prix des actifs selon les conditions actuelles. En raison du faible volume des ventes, il a été difficile d'assurer la transparence des prix. Deux facteurs devraient contribuer à stimuler le volume d'investissement durant l'année à venir. Premièrement, nous nous attendons à ce que les vendeurs soient plus motivés, soit en raison d'une capitulation face à des taux d'intérêt plus élevés, soit en raison des baisses d'évaluation qui entraînent un ajustement des attentes des vendeurs et réduisent les écarts acheteur/vendeur. Deuxièmement, un éventuel pic des taux d'intérêt devrait apporter plus de clarté et attirer les acheteurs institutionnels. Cette boucle de rétroaction avec des prix plus transparents devrait contribuer à normaliser les activités d'investissement.

Possibilités pour l'année à venir

Malgré les difficultés économiques que connaîtra le secteur immobilier canadien en 2024, nous considérons que les possibilités qui se présenteront sur ce marché s'articuleront autour de trois grands thèmes :

- **Rendements attrayants de la dette ajustés au risque :** Malgré le recul des taux de base à la fin de 2023, les coupons globaux pour des prêts hypothécaires commerciaux de haute qualité restent attrayants. Nous nous attendons à ce qu'il y ait davantage de possibilités de tirer parti des perturbations du marché, notamment pour les actifs de bureaux et de commerce de détail qui peuvent offrir des rendements exceptionnels ajustés au risque.

- **Une grande époque pour les titres de participation à valeur ajoutée :** Nous prévoyons davantage de ventes au rabais que lors des cycles baissiers précédents, en raison de l'incidence de la hausse des taux d'intérêt et des difficultés de refinancement. Nous entrevoyons des possibilités d'améliorer la qualité (en réduisant le risque) tout en cherchant à obtenir des rendements à valeur ajoutée, en particulier dans le secteur du logement (logements locatifs multifamiliaux et pour étudiants) et de la logistique du dernier kilomètre. Dans un contexte de taux d'intérêt plus élevés, l'exécution des plans d'affaires fondés sur des actifs pour accroître les revenus devrait être le principal moteur des rendements.
- **Retour aux valeurs de base :** Quant aux investisseurs qui privilégient les revenus, nous sommes d'avis que les stratégies de base devraient continuer à offrir une diversification et des revenus stables, même dans un contexte de ralentissement économique. Au fil de 2024, les occasions de déployer les fonds propres de base devraient se multiplier.

Historiquement, la dispersion des rendements du secteur immobilier de base entre les gestionnaires a été relativement faible par rapport aux stratégies de valeur ajoutée. Nous pensons que les écarts entre ces gestionnaires seront probablement beaucoup plus importants à l'avenir. Tout d'abord, nous ne sommes plus dans un contexte de taux d'intérêt peu élevés, où « la marée montante soulève tous les bateaux ». Ensuite, l'évolution rapide des technologies, les nouvelles préférences des consommateurs et les objectifs de durabilité modifient la façon dont l'immobilier est utilisé. Les gestionnaires qui utilisent des stratégies fondées sur des données et qui ont une connaissance du marché local pour s'adapter à l'évolution de contexte devraient être en mesure de produire des rendements convaincants.

Les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) sont essentiels pour générer de la valeur à long terme

Quelle que soit la stratégie retenue, nous croyons qu'il sera essentiel d'évaluer comment les actifs cadrent avec les objectifs ESG, surtout les cibles de réduction des émissions, pour gérer les portefeuilles existants et déployer du nouveau capital. Nous pensons que la demande des locataires et des investisseurs pour des actifs qui soutiennent les objectifs ESG continuera à faire augmenter les loyers et les prix. Les facteurs ESG pourraient de plus en plus constituer un avantage concurrentiel pour les gestionnaires qui peuvent fournir des résultats mesurables aux locataires, aux investisseurs et aux intervenants de la collectivité.



Infrastructures

Le changement vers les placements à long terme favorise l'investissement dans les infrastructures

Résilience caractéristique en période de volatilité

L'examen de la catégorie d'actifs des infrastructures, dans le contexte de l'année écoulée ou dans celui des perspectives, peut se faire sous deux angles distincts. Les perspectives à court et à long terme offrent chacune leur lot de renseignements sur les risques, les occasions et les défis qui attendent les personnes qui font des placements dans les infrastructures.

À court terme, plusieurs thèmes macroéconomiques se sont manifestés en 2023 : une inflation accrue, des taux d'intérêt élevés et la volatilité des marchés qui en découle. Les actifs d'infrastructure sont historiquement plus résistants à ces facteurs que d'autres types de placements alternatifs. Les rendements dans le secteur des infrastructures pendant les périodes de pression en 2023 en témoignent.



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

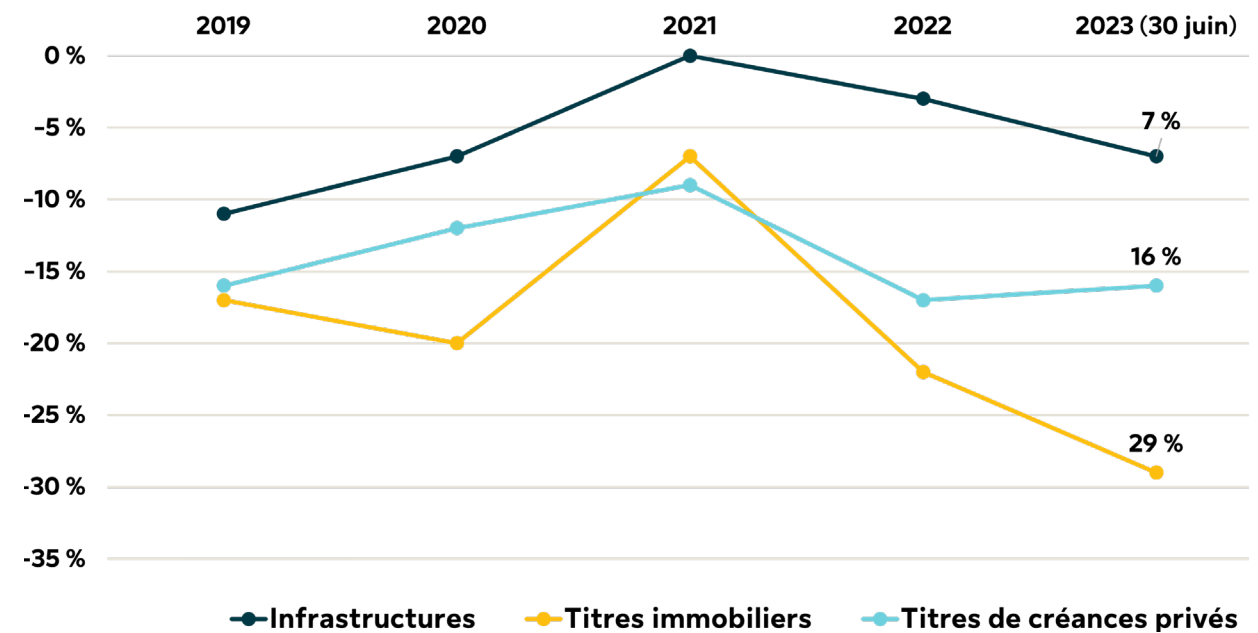
Associé et chef des
fonds axés sur les gains
en capital, InfraRed

Il est important à ce stade de rappeler les caractéristiques des placements dans les infrastructures qui soutiennent leur résilience en période d'incertitude. Nous pensons que les placements d'infrastructures de haute qualité peuvent être plus isolés de l'économie en général et du paysage politique en raison de leurs structures de dette qui sont à long terme et prudentes. Celles-ci sont généralement moins sensibles aux fluctuations des taux et comportent souvent des revenus contractuels, lesquels peuvent être corrélés à l'inflation.

Le graphique ci-dessous montre que la décote par rapport à la valeur liquidative sur le marché secondaire des titres de créance privés dans les infrastructures a mieux résisté à la volatilité du premier semestre de 2023 que d'autres catégories d'actifs alternatifs.

Les placements dans les infrastructures résistent bien à la volatilité

Décote par rapport à la valeur liquidative sur le marché secondaire des titres de créance privés



Source : Secondary Market Review de Greenhill, 1er semestre 2023. Données sur le marché basées sur les opérations de Greenhill et d'autres opérations connues comme rapportées dans la source. Pour en savoir plus, rendez-vous sur le site www.greenhill.com (en anglais).

Infrastructures



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

Les préoccupations macroéconomiques pourraient s'atténuer, mais resteront probablement d'actualité

Nous avons constaté une certaine stabilisation du contexte macroéconomique. Toutefois, nous émettons une mise en garde quant à la persistance de certains facteurs de risque, comme une nouvelle escalade des conflits géopolitiques. En outre, la volatilité des marchés et les incertitudes sous-jacentes en matière d'inflation et de taux pourraient continuer à jouer sur le prix des actifs et sur la demande des investisseurs en 2024.

En ce qui concerne l'inflation, nos observations de la confiance des investisseurs nous laissent penser que nous avons atteint, ou peut-être même dépassé, un sommet dans les taux. Mais nous constatons également que même si l'inflation s'éloigne de ses niveaux les plus élevés, elle restera probablement stable et dans une même fourchette à court terme.

L'évolution des marchés

Dans une perspective à long terme, nous croyons que les mégatendances que nous avons relevées dans les discussions précédentes (décarbonisation, numérisation et changements démographiques) devraient continuer à influencer les marchés. L'année 2023 a été marquée par

des dynamiques changeantes qui pourraient se poursuivre et façonner la demande en matière d'infrastructures. Le rôle accru des politiques publiques dans les mégatendances, par exemple la décarbonisation, a eu une incidence croissante durant l'année écoulée et jusqu'en 2024 – pensons à l'Inflation Reduction Act aux États-Unis, au Pacte vert européen et à l'accord de la COP 28 sur l'abandon progressif des combustibles fossiles.

Ces politiques ont créé une concurrence accrue entre les pays pour obtenir des capitaux et de l'expertise en matière de placements dans les infrastructures. Compte tenu des préoccupations géopolitiques liées à la sécurité dans le monde, nous constatons un effet de « démondialisation » des placements dans les infrastructures. Un nombre croissant de régions distinctes cherchent à attirer davantage de capitaux disponibles. Ces capitaux pourraient être limités dans un secteur donné – par exemple, les occasions découlant du rapatriement de la chaîne d'approvisionnement dans les installations logistiques, le transport intermodal ou d'autres améliorations opérationnelles. Cette situation représente un débalancement considérable de l'équilibre entre l'offre et la demande. Nous nous attendons à ce que de tels développements stimulent de façon positive les placements dans les infrastructures à moyen et à long terme.



Source : Greenhill, 2023.

Gestion d'actifs liés à l'assurance

Même en cas de ressac des taux, il est toujours possible d'obtenir des rendements fiables, basés sur les revenus

La volatilité persistante des marchés souligne le besoin des assureurs de disposer de revenus fiables

La plupart du temps, les revenus de placement constituent la composante la plus importante des bénéfices d'une compagnie d'assurance. L'importance de cette source stable de revenus augmente au moment d'un placement et lorsque les marchés sont volatils. Par conséquent, les assureurs cherchent de plus en plus à constituer des portefeuilles de titres à revenu fixe plus résilients, capables de générer des rendements ajustés au risque attrayants dans des conditions de marché changeantes.

L'une des approches adoptées par les assureurs consiste à allouer une partie de leur portefeuille à des catégories d'actifs à revenu fixe alternatifs, ce qui peut les aider à diversifier leur portefeuille de titres à revenu fixe actuel tout en continuant à générer des revenus réguliers. L'univers des titres à revenu fixe a considérablement évolué au cours des dernières années, offrant aux assureurs davantage d'outils pour concevoir des répartitions adaptées à leurs objectifs et à leurs contraintes de risque. Parmi les catégories d'actifs à revenu fixe alternatifs auxquelles les assureurs ont recours, notons le crédit privé de qualité, le crédit structuré américain et les titres de qualité inférieure.

Plus généralement, le contexte actuel de taux d'intérêt élevés continue de receler des occasions de croissance des revenus de placement tant grâce aux instruments à revenu fixe de base qu'aux instruments à revenu fixe alternatifs. Une sélection rigoureuse des actifs procurant des sources de revenus fiables pourrait être profitable aux assureurs qui cherchent à améliorer leur potentiel de revenus à long terme dans le contexte macroéconomique actuel.

Le gouvernement fédéral revient sur la modification de la fiscalité des actions privilégiées

Dans son dernier énoncé économique de l'automne, le gouvernement fédéral a exempté les « actions privilégiées imposables » d'une précédente mesure budgétaire qui aurait imposé les dividendes



Ashwin Gopwani
Directeur général, chef des solutions pour les Clients au Canada



Steve Guignard
Directeur principal, solutions pour les Clients

sur ces actions détenues par les institutions financières. Pour de nombreux investisseurs, cette annonce budgétaire avait représenté un défi important quant aux actions privilégiées, une catégorie d'actifs dont les assureurs canadiens détenaient une part importante.

Même si nous pensons que certaines compagnies d'assurance accueilleront favorablement la nouvelle et la précision qu'apporte l'énoncé, nous prévoyons qu'elles continueront à revoir leurs répartitions d'actions privilégiées compte tenu des obstacles propres à cette catégorie d'actifs. Du point de vue du rendement rajusté du capital, les actions privilégiées se comparent avantageusement à de nombreuses autres catégories d'actifs en raison de leur traitement favorable du capital et de leurs avantages fiscaux. Toutefois, certaines options de titres alternatifs peuvent offrir des rendements ajustés du risque plus élevés en fonction de la tolérance au risque et des objectifs de l'investisseur.



« ... nous prévoyons que les assureurs continueront à revoir leurs répartitions d'actions privilégiées compte tenu des obstacles propres à cette catégorie d'actifs. »

Il convient de noter que le reste de la modification fiscale proposée concernant les dividendes sur les actions qui ne sont pas des actions privilégiées imposables, y compris les actions ordinaires, est en vigueur depuis le 1er janvier 2024. Par conséquent, nous nous attendons à ce que certains assureurs qui comptaient sur ce traitement fiscal favorable se tournent vers d'autres titres que

les actions qui ne sont pas des actions privilégiées imposables, susceptibles d'offrir un rendement ajusté au capital plus intéressant. Ces solutions de rechange peuvent inclure des titres immobiliers de base et à valeur ajoutée.

Les placements alternatifs sont bien perçus dans le cadre d'une répartition d'actifs stratégique à long terme

Avec la hausse des taux des deux dernières années, les placements alternatifs axés sur les revenus, comme ceux en immobilier et en infrastructures, peuvent actuellement offrir des rendements similaires à ceux du capital-investissement à court terme, et présenter une volatilité nettement moindre, d'après notre analyse. Toutefois, l'incertitude entourant le moment et le rythme des éventuelles baisses de taux ont entraîné un changement rapide des perceptions du marché à l'égard de toutes les catégories d'actifs, y compris les placements alternatifs. Cela pourrait engendrer des décisions sous-optimales en matière de répartition d'actifs à long terme.

Heureusement pour les assureurs, ces types de décisions ont tendance à être prises de façon mesurée en raison des règles relatives à la comptabilité, à la fiscalité et au capital auxquelles ils sont soumis. Ainsi, les répartitions de l'actif sont moins susceptibles d'être basées sur l'anticipation des mouvements du marché et probablement davantage sur les catégories d'actifs qui offrent les meilleurs rendements ajustés au risque et/ou rajustés du capital attendus sur un horizon à long terme. À l'aube d'une année 2024 remplie d'incertitudes, de nombreux instruments de crédit privé et public de qualité inférieure et placements en immobilier et en infrastructures offrent un potentiel rendement ajusté au risque à long terme attrayant, peuvent améliorer la répartition globale du portefeuille et prévoient une protection négociée contre les risques de baisse.

Sources : Bloomberg, Bureau du surintendant des institutions financières, Gestion SLC, 2024.

Solutions de régime de retraite

Les promoteurs de régime de retraite devront prendre des décisions importantes alors que les taux d'intérêt s'orientent à la baisse

L'incidence des taux d'intérêt sur les passifs pourrait mener à des choix difficiles

L'année 2023 a été une période de volatilité et de sommets historiques pour les taux d'intérêt. Nous avons connu une hausse importante suivie d'une chute rapide. Nous avons constaté une importante réduction des risques au cours de l'année, soit par la couverture du risque de taux d'intérêt au moyen de titres à revenu fixe et de produits dérivés, soit par le transfert du risque à des sociétés d'assurance.

Nous croyons que les promoteurs qui détiennent encore des passifs, couverts ou non, ont d'importantes décisions à prendre. Ils doivent veiller à ce que les précieux gains qu'ils ont obtenus ne disparaissent pas, en raison de l'augmentation des passifs découlant de la hausse des taux et de l'incidence sur les prix de la baisse des taux d'actualisation.

Les taux commencent à baisser après avoir atteint des sommets historiques

Le rendement moyen des obligations à long terme du gouvernement du Canada a dépassé les 4 % au début du quatrième trimestre. Puis il a chuté de plus de 100 points de base à la fin de l'année. Cette forte baisse des taux d'intérêt au cours des trois derniers mois de l'année est un rappel pour les promoteurs de régime de retraite : les solutions de réduction des risques visant à protéger les récents gains générés par l'amélioration du provisionnement peuvent être temporaires, compte tenu de l'évolution et de la volatilité du marché.



Ashwin Gopwani
Directeur général, chef des solutions de retraite



Steve Guignard
Directeur principal, solutions pour les Clients

100 points de base et plus

Une forte baisse des taux des obligations à long terme du gouvernement du Canada au quatrième trimestre de 2023.

Dans l'ensemble, les taux d'actualisation de l'achat de rente de la fin de 2023 sont environ 10 à 30 points de base moins élevés comparativement à ceux de la fin de l'année précédente, selon la méthodologie de l'Institut canadien des actuaires. Cependant, au cours de cette période, le rendement positif des actifs axés sur le rendement a permis à de nombreux régimes de retraite de continuer à améliorer leur provisionnement en 2023, malgré la réduction des taux d'actualisation pour les évaluations de solvabilité. Dans ce contexte, nous continuons de croire que le moment est opportun pour les promoteurs de réévaluer leur stratégie de placement et de réduire les risques. Pour nous, selon les données sectorielles, de nombreux régimes de retraite présentent encore un risque de taux d'intérêt trop élevé.

Des rendements plus élevés de titres à revenu fixe sont nécessaires pour faire face à l'augmentation des passifs

Puisque les titres à revenu fixe représentent un pourcentage de plus en plus élevé de la répartition de l'actif des régimes de retraite, il est important que les actifs progressent au moins au même rythme que les passifs pour que les régimes conservent leur niveau de provisionnement. Par exemple, un mandat de titres à revenu fixe traditionnels dont le rendement se situe à un peu moins que 4 % à la fin de l'année ne suit plus les taux d'actualisation

pour les évaluations de solvabilité. Pour les portefeuilles de titres à revenu fixe, nous croyons que la croissance est de plus en plus recherchée par l'intermédiaire de « solutions IGP améliorées ». Cette stratégie conserve les caractéristiques de couverture du passif des investissements guidés par le passif (IGP) et prévoit une pondération de crédit plus élevée. Elle utilise aussi certaines catégories de titres à revenu fixe à rendement supérieur, comme les obligations à rendement élevé, les prêts bancaires, les prêts hypothécaires commerciaux et les placements privés à revenu fixe.

Les promoteurs de régime se tournent vers de nouveaux outils de couverture et de diversification

L'augmentation des niveaux de provisionnement et la volatilité et la complexité du marché ont suscité un intérêt accru pour l'effet de levier comme solution à certains défis des régimes de retraite.

Les grands régimes de retraite et les sociétés d'assurance utilisent l'effet de levier comme outil de gestion du passif depuis des décennies. Ces dernières années, nous avons constaté une nette augmentation du nombre de régimes de petite et moyenne taille qui cherchent activement à prolonger la durée (au moyen d'instruments comme les fonds de superposition d'obligations à trois couches). Il y a eu aussi une hausse du nombre de régimes de taille moyenne qui envisagent des stratégies à effet de levier personnalisées pour obtenir une forme de couverture ciblée. Ce phénomène s'explique par deux facteurs. D'abord, le risque accru que représente l'inflation élevée pour les régimes dont les prestations sont indexées à l'inflation, puis la décision du gouvernement fédéral de cesser d'émettre des obligations à rendement réel. Le premier facteur a accru l'intérêt des promoteurs pour les superpositions de protection contre l'inflation. Le second les incite à obtenir cette protection par des instruments d'autres pays, comme des titres du Trésor américain protégés contre l'inflation (TIPS) et des swaps américains indexés sur l'inflation.

Sources : Bloomberg, 2024. Institut canadien des actuaires, 2023.

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 31 décembre 2023.

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-20240124-3327377