

Le rôle de la dette privée dans un portefeuille guidé par le passif

L'intérêt des régimes de retraite canadiens envers les stratégies de dette privée a augmenté au fil des ans. Parallèlement, la hausse des taux d'intérêt leur a permis de réduire le risque et la volatilité de leur taux de capitalisation.

Dans ce rapport, nous abordons les stratégies de dette privée qui, selon nous, sont actuellement tout indiquées pour un portefeuille guidé par le passif.



Une conjoncture favorable

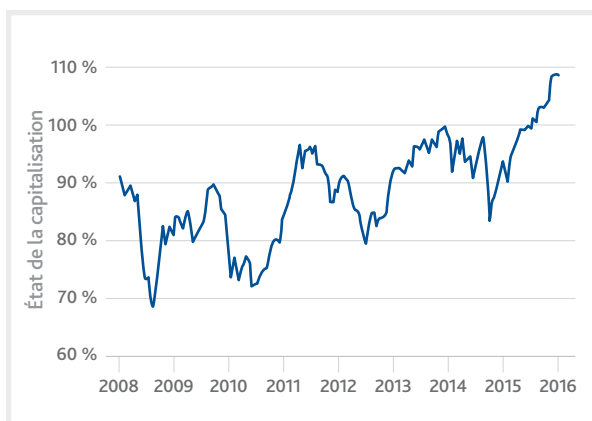
Suite à la pandémie, les banques centrales ont amorcé la période de resserrement des conditions financières la plus rapide depuis plusieurs décennies.

Les prix des actifs ont certainement écopé, mais les régimes de retraite canadiens ont bénéficié de la hausse des taux d'intérêt et de la baisse de la valeur du passif. Dans ce contexte, la capitalisation médiane des régimes de retraite a atteint 109 %, un sommet depuis la crise financière de 2008-2009.

Ainsi, plusieurs régimes de retraite souhaitent cristalliser les gains sur leur capitalisation en augmentant la durée et en appariant leurs flux de trésorerie. Habituellement, ces mesures consistent à vendre des actifs qui ne sont pas corrélés avec le passif et à réinvestir le produit dans des solutions de revenu fixe à durée longue et de qualité supérieure.

Nous croyons qu'un mandat de dette privée peut s'harmoniser avec une stratégie axée sur le passif, grâce à leur diversification et à leurs flux de trésorerie prévisibles, deux éléments qui contribuent à diminuer le risque de portefeuille. Malheureusement, les stratégies de dette privée ne conviennent pas toutes à l'atteinte de cet objectif et les répondants de régimes doivent sélectionner judicieusement le type de stratégie qui cadre le mieux avec leur approche guidée par le passif.

Santé financière des régimes de retraite canadiens



Source : Indice Mercer sur la santé financière des régimes de retraite

Analyse des solutions de dette privée pour les investisseurs guidés par le passif

Du point de vue d'un investisseur guidé par le passif, une exposition à la dette privée devrait s'apparenter à une solution de revenu fixe traditionnelle, et non à une stratégie de dette privée axée sur le rendement généré par des titres à effet de levier de qualité inférieure. Certaines caractéristiques telles que les titres à taux variable, l'endettement au niveau du fonds et une qualité inférieure, pourraient nuire aux objectifs de diminution des risques. Et pourtant, il s'agit des caractéristiques les plus répandues parmi les principales solutions de dette privée.

Les investisseurs qui ont recours à une approche guidée par le passif pour la répartition des actifs du portefeuille doivent revoir leurs priorités. Lorsque les investisseurs considèrent l'ajout de dette privée, nous pensons qu'ils devraient accorder une grande importance à plusieurs facteurs clés, y compris mais sans s'y limiter :

Exposition à des stratégies qui accroissent la durée, par rapport à l'effet contraire causé par les véhicules à taux variable

Exposition à des stratégies dotées d'une qualité de crédit supérieure afin de minimiser les risques liés aux défauts et aux dépréciations

Exposition à des stratégies qui offrent une liquidité structurelle, lesquelles sont tout indiquées pour appairer le passif à court et moyen terme

Exposition à des stratégies bien diversifiées parmi les industries, par rapport à des mandats axés sur de grandes transactions dans peu de segments industriels

Déterminer la durée optimale

Pour un grand nombre de régimes de retraite, la première étape de l'adoption des placements guidés par le passif consiste à mieux apparier le profil de durée des actifs avec le passif de manière à réduire la volatilité future de leur capitalisation. Dans ce contexte, le risque lié à la durée représente une exposition judicieuse peu importe la direction des taux d'intérêt.

Les stratégies sur titres de dette privée à taux variable peuvent aller à l'encontre de cet objectif puisque les prêts à taux variable ont un profil de durée presque nulle. Par conséquent, chaque dollar alloué à ces stratégies peut nuire à la capacité d'appariement de la durée du passif. Les structures de crédit privé à taux variable contribuent certes à la gestion du risque de taux d'intérêt du fait de la réinitialisation à la hausse des coupons, mais elles exposent aussi les investisseurs au risque de baisse des coupons lorsque les taux d'intérêt diminuent. De plus, l'augmentation des coupons accroît le risque de défaut parmi les placements sous-jacents. Au vu de ces caractéristiques, nous croyons que les stratégies de dette privée à taux variable sont davantage « axées » sur le rendement que sur la couverture du passif.

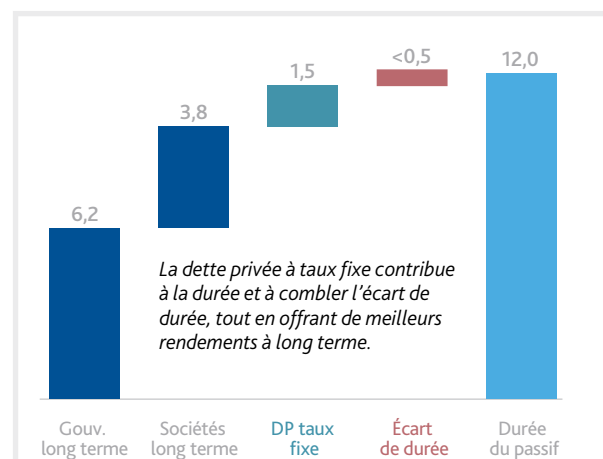
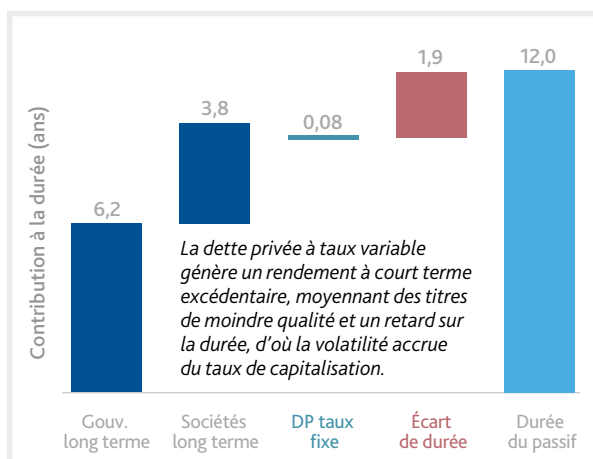
Nous croyons que les solutions de dette privée à taux fixe peuvent offrir un rendement en sus des obligations de sociétés publiques. Le potentiel de rendement à long terme est également plus élevé que celui de la dette à taux variable dans l'éventualité où les taux d'intérêt redescendraient dans leur fourchette historique. En

outre, le profil de durée plus longue des stratégies à taux fixe peut ne pas avoir le même effet sur la durée du portefeuille que les stratégies de prêts à taux variable. Ainsi, les promoteurs de régime peuvent bénéficier des caractéristiques de couverture du passif et de rendement supérieur à long terme offertes par une stratégie à taux fixe, au lieu de miser sur la nature axée sur le rendement à court terme des stratégies à taux variable. Les solutions à taux fixe contribuent à l'atteinte de la durée ciblée, tout en offrant l'avantage de rendement de la dette privée.

À titre d'illustration, le graphique ci-dessous donne un exemple hypothétique d'un portefeuille de couverture du passif réparti parmi des obligations gouvernementales et publiques de qualité, toutes deux à durée longue, et des stratégies de dette privée à taux fixe ou variable. Le profil de durée est ensuite comparé avec une durée de 12 ans pour le passif.

Une exposition à une stratégie de dette privée à taux fixe de qualité s'apparie mieux au passif, moyennant un petit écart de durée. À l'opposé, la stratégie à taux variable et de qualité inférieure (comme la majorité des stratégies à taux fixe) prend un important retard sur la durée en deux ans. Bien que la solution à taux variable de qualité inférieure semble attrayante d'après les taux de rendement courants, cette exposition peut accroître la volatilité du taux de capitalisation dans le contexte d'un portefeuille guidé par le passif, ce qui ne cadre pas avec les objectifs d'une stratégie IGP.

Ventilation de la durée pour la dette privée à taux variable et fixe



Sources : Cliffwater et FTSE Capital. Se reporter à la dernière page pour la définition des indices.

La qualité de crédit pour un portefeuille guidé par le passif

Le passif d'un régime est une promesse de financement de la retraite d'un pensionné. Les promoteurs de régimes doivent donc s'assurer d'un risque minimum pour respecter leur promesse. Ainsi, le passif est souvent évalué au moyen d'obligations de gouvernements et de sociétés de qualité supérieure. Au vu du profil de grande qualité et à faible risque du passif, la répartition des actifs dans des stratégies de qualité inférieure pourrait ne pas être appropriée aux objectifs de réduction du risque du promoteur. La majorité des fonds de dette privée concentrent leurs stratégies dans un univers équivalent au marché des titres à rendement élevé notées entre BB et CCC (ou équivalents). Certains gestionnaires détiennent même des titres de créance en difficulté et acceptent le risque lié aux actions.

En dépit des rendements attrayants de ces stratégies, leur profil de rendement total ne convient pas nécessairement à un portefeuille guidé par le passif. Plus la qualité de crédit d'une stratégie de dette privée est faible, plus forte est la corrélation avec les marchés boursiers en raison du risque de défaut supérieur inhérent à ces segments du marché. Cette situation n'est pas viable pour un portefeuille axé sur le passif dans lequel le risque d'action doit être minimisé et diversifié au fil du temps.

La corrélation du rendement total augmente en descendant l'échelle du crédit

Catégorie	Corrélation avec les actions
Rend. élevé B	80 %
Rend. élevé BB	79 %
Dette privée RÉ	78 %
Prêts effet de levier	67 %
ARL rend. élevé	66 %
Sociétés BBB	54 %
Sociétés A	45 %
Sociétés AA	35 %

Plus faible est la qualité de crédit de l'univers de placement, plus le profil de rendement correspond aux actions, nuisant ainsi aux caractéristiques du revenu fixe et du passif recherchées par les investisseurs axés sur le passif.

Sources : Bloomberg et FTSE Capital. Établis selon les rendements mensuels pour la période de 10 ans terminée en juin 2022. Se reporter à la dernière page pour la définition des indices.



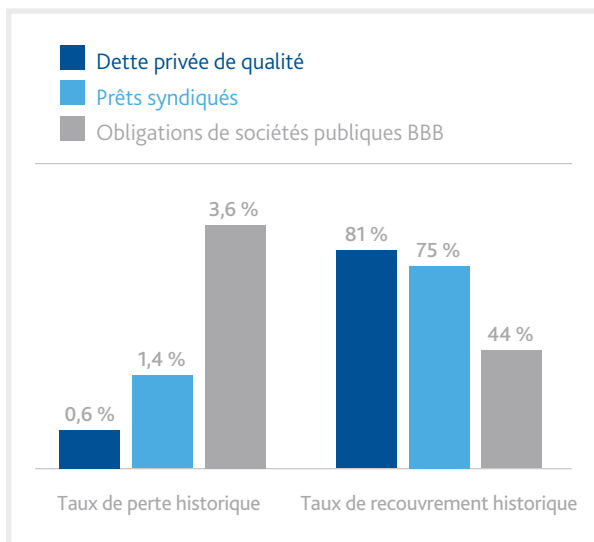
Inversement, les stratégies de dette privée de qualité supérieure offrent un compromis idéal et un profil de risque-rendement optimal pour les investisseurs guidés par le passif. Leur profil de risque lié au crédit est similaire aux instruments utilisés pour déterminer la valeur du passif et peut même dégager un rendement en sus de celui des titres à revenu fixe publics. Il s'agit d'une solution moins « onéreuse » pour le financement du passif à court et moyen terme, car elle capture le rendement excédentaire de la dette privée sans s'exposer aux profils de risque-rendement de moindre qualité qui s'apparentent aux actions et qui ont tendance à accroître la volatilité de la capitalisation.

Nous croyons qu'en améliorant le rendement et en conservant une notation de crédit supérieure, les

promoteurs de régimes sont en mesure de financer les paiements sur le passif au moyen de sommes engagées moins élevées, et ce, sans nuire à leur habileté à appairer leur passif.

Afin de démontrer ce concept, le graphique ci-dessous illustre le montant de capital investi requis dans un portefeuille de 200 millions \$ destiné à couvrir le même montant de passif, ventilé selon la catégorie d'actif utilisée : dette privée de qualité, obligations de sociétés publiques de qualité et obligations provinciales. La dette privée couvre un passif de retraite plus important moyennant un risque de crédit similaire aux obligations publiques de qualité et sans assumer la corrélation supérieure aux actifs à risque des obligations à rendement élevé équivalentes.

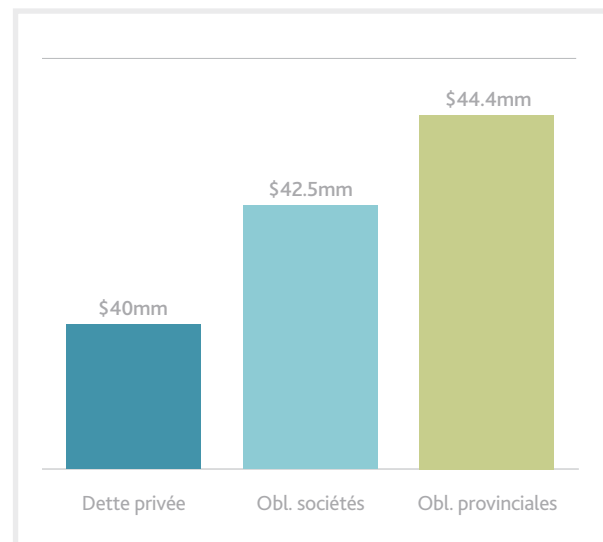
Taux de défaut inférieurs des stratégies de dette privée de qualité équivalente



Sources : S&P LCD, S&P Credit Pro et Fiera Dette Privée inc.

Les données de la dette privée de qualité sur le marché intermédiaire sont établies selon les taux historiques de Fiera Dette Privée inc. Se reporter à la dernière page pour la définition des indices.

Investissement requis pour couvrir les mêmes versements de retraite



Sources : Fiera Capital et Fiera Dette Privée inc. Hypothèse : durée du passif de 12 ans pour un taux d'actualisation de 4,6 %. Les taux de rendement sont basés sur les rendements des marchés publics en date d'août 2022 et les TRI indicatifs des placements en dette privée correspondent à ceux en vigueur à la fin de la période d'accumulation des capitaux. Le volet d'obligations de sociétés est composé, à parts égales, de titres notés A et BBB.

Augmenter les flux de trésorerie pour favoriser l'appariement du passif

À mesure que les régimes de retraite s'efforcent de réduire les risques, ils pourraient réaliser que l'appariement de la durée n'est pas suffisant pour obtenir le niveau d'appariement du passif qu'ils souhaitent atteindre. Par conséquent, nous pensons que les promoteurs peuvent tirer parti d'une stratégie axée sur l'appariement des flux de trésorerie, dans laquelle la dette privée peut jouer un rôle clé.

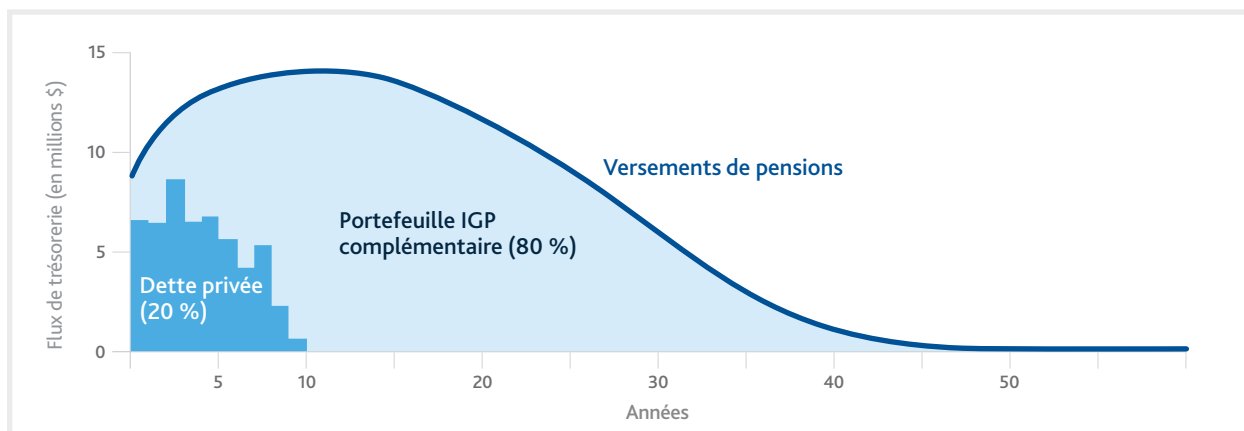
Dans le domaine des placements guidés par les flux de trésorerie, certaines stratégies de dette privée comportent une liquidité structurelle qui peut aider les promoteurs de régimes à couvrir le passif à court et moyen terme, sans sacrifier la durée ou le rendement excédentaire. Cela s'explique par plusieurs caractéristiques de ce type de portefeuilles composés de dette privée.

Premièrement, le coupon à taux fixe de ces prêts veille à ce que la production de revenus ne soit pas entravée par la chute des taux d'intérêt. À l'opposé, les prêts à taux fixe peuvent dégager des revenus attrayants dans une conjoncture haussière des taux, mais ils perdront leur avantage de revenus lorsque les taux diminuent. Sur un horizon de placement plus long, les prêts à taux fixe offrent des revenus plus prévisibles moyennant une prime par rapport aux marchés publics. Ils bénéficient d'un coupon plus élevé en période de hausse des taux et celui-ci demeure stable sur les nouveaux prêts à long terme, même si les taux reviennent à leurs moyennes historiques. Ensuite, ces prêts sont souvent amortissables, ce qui signifie que chaque versement comprend un volet de principal et

d'intérêt. Cette caractéristique peut se traduire par une liquidité structurelle considérable puisque les investisseurs touchent des flux de trésorerie supérieurs à ceux des prêts non amortissables, ainsi que par une réduction systématique du risque au fil du temps du fait d'un endettement moindre. Ce profil de flux de trésorerie peut également bien s'harmoniser avec la structure « repayable » commune des obligations publiques, qui versent un coupon moins élevé pendant la durée de l'obligation et un important versement de capital à l'échéance. Par ailleurs, ces stratégies peuvent générer des flux de trésorerie additionnels par le biais des frais de montage et d'emprunt qui sont assumés par les investisseurs, d'où l'amélioration des rendements sans risque de crédit supplémentaire.

Le graphique ci-dessous illustre un régime de retraite canadien hypothétique doté d'un profil de passif traditionnel et d'un portefeuille de couverture du passif de 200 millions \$. Comme démontré, une exposition de 20 % à la stratégie de dette privée mentionnée ci-dessous fournit une contribution importante à la durée et à l'appariement des flux de trésorerie pour la période de 1 à 10 ans. En combinant cette stratégie à un portefeuille IGP (programme d'extension et d'appariement de la durée), un régime de retraite peut produire des flux de trésorerie en mesure de respecter le passif et à un coût moins élevé que les obligations de sociétés publiques. Il faut souligner que ce type de profil de flux de trésorerie n'existe pas dans la majorité des stratégies de dette privée.

Contribution de la dette privée au processus d'appariement des flux de trésorerie



Sources : Fiera Capital et Fiera Dette Privée inc. Hypothèse : durée du passif de 12 ans pour un taux d'actualisation de 4,6 %. Les taux de rendement sont basés sur les rendements des marchés publics en date d'août 2022 et les TRI indicatifs des placements en dette privée correspondent à ceux en vigueur à la fin de la période d'accumulation des capitaux. Le volet d'obligations de sociétés est composé, à parts égales, de titres notés A et BBB.

Conclusion

Il existe une grande variété de stratégies de dette privée sur le marché, mais il faut sélectionner celle qui convient le mieux à ses objectifs. Nous croyons, du point de vue d'un investisseur guidé par le passif, qu'une stratégie de dette privée à taux fixe et à long terme qui met l'accent sur les obligations de qualité supérieure peut offrir les avantages suivants : rendements excédentaires, revenus stables sur le long terme, réduction du risque de crédit, contribution à la durée et appariement avec les flux de trésorerie.



Aaron Young, CFA

**Directeur principal,
Relations avec les investisseurs**
Fiera Dette Privée inc.

Directeur principal auprès de Fiera Dette Privée inc., Aaron Young cumule une longue expérience en gestion de portefeuilles à revenu fixe, en solutions destinées aux régimes de retraite et aux compagnies d'assurance, et en finance durable.

À propos de Fiera Dette Privée inc.

Fiera Dette Privée inc., filiale de Corporation Fiera Capital, offre des solutions de placement novatrices à un large éventail d'investisseurs par l'entremise de deux stratégies distinctes de dette privée : la dette corporative et la dette d'infrastructure. Fiera Dette Privée vise à générer des rendements ajustés au risque attractifs et à préserver le capital, tout en investissant de manière responsable.

Définitions des indices

Obligations gouvernementales à long terme : indice des obligations gouvernementales à long terme FTSE Canada

Obligations de sociétés à long terme : indice des obligations de sociétés à long terme FTSE Canada

Dette privée à taux variable : indice Cliffwater Direct Lending

Dette privée à taux fixe : caractéristiques du Fonds Fiera Dette Privée à la phase de placement initial

Obligations de sociétés AA : indice des obligations de sociétés notées AA FTSE Canada

Obligations de sociétés A : indice des obligations de sociétés notées A FTSE Canada

Obligations de sociétés BBB : indice des obligations de sociétés notées BBB FTSE Canada

ARL RÉ : indice Bloomberg High Yield Floating Rate Note

Prêts à effet de levier : indice S&P LSTA US Leveraged Loan

Dette privée RÉ : indice Cliffwater Direct Lending

RÉ BB : indice Bloomberg Barclays US BB High Yield Bond

RÉ B : indice Bloomberg Barclays US B High Yield Bond

Actions : indice composé S&P/TSX

fieradetteprivee.com

Avertissement important

Toutes les informations sont en date du 29 août 2022. Corporation Fiera Capital (« **Fiera Capital** ») est une société de gestion de placement mondiale indépendante qui offre des solutions multi-actifs personnalisées tirant parti d'un vaste éventail de catégories d'actifs traditionnels et non traditionnels à des clients institutionnels, de détail et de gestion privée en Amérique du Nord, en Europe et dans les principaux marchés en Asie. Fiera Capital est inscrite à la Bourse de Toronto sous le symbole « FSZ ». Chaque entité membre du même groupe que Fiera Capital (chacune étant désignée ci-après comme un « **membre de son groupe** ») ne fournit des services de conseil en placement ou de gestion d'investissements ou n'offre des fonds de placement que dans les territoires où le membre de son groupe est autorisé à fournir des services en vertu d'une dispense d'inscription ou dans les territoires où le produit est enregistré.

Le présent document est strictement confidentiel et il ne doit être utilisé qu'à des fins de discussion seulement. Son contenu ne doit pas être divulgué ni distribué, directement ou indirectement, à une partie autre que la personne à laquelle il a été remis et à ses conseillers professionnels.

Les informations présentées dans ce document, en totalité ou en partie, ne constituent pas des conseils en matière de placement, de fiscalité, juridiques ou autres, ni ne tiennent compte des objectifs de placement ou de la situation financière de quelque investisseur que ce soit.

Fiera Capital et les membres de son groupe ont des motifs raisonnables de croire que le présent document contient des informations exactes à la date de sa publication; toutefois, aucune déclaration n'est faite quant à l'exactitude ou à l'exhaustivité de ces informations et il ne faudrait donc pas s'y fier. Fiera Capital et les membres de son groupe déclinent toute responsabilité à propos de l'utilisation du présent document.

Fiera Capital et les membres de son groupe ne recommandent aucunement d'acheter ou de vendre des titres ou des placements mentionnés dans du matériel de marketing. Les services de courtage ou de conseils ne sont offerts qu'aux investisseurs qualifiés conformément aux lois sur les valeurs mobilières applicables dans chaque territoire.

Le rendement passé d'un fonds, d'une stratégie ou d'un placement ne constitue pas une indication ou une garantie des résultats futurs. Les informations en matière de rendement supposent le réinvestissement de la totalité du revenu de placement et des distributions et elles ne tiennent pas compte des frais ni de l'impôt sur le revenu payés par l'investisseur. Tous les placements comportent un risque de perte.

Le présent document peut contenir des « déclarations prospectives » qui reflètent les prévisions actuelles de Fiera Capital et/ou des membres de son groupe. Ces déclarations reflètent les opinions, les attentes et les hypothèses actuelles en ce qui concerne les événements futurs et sont fondées sur les informations présentement disponibles. Bien qu'elles soient fondées sur ce que Fiera Capital et les membres de son groupe estiment être des hypothèses raisonnables, rien ne garantit que les résultats, le rendement ou les réalisations réels seront conformes à ces déclarations prospectives. Fiera Capital et les membres de son groupe ne sont pas tenus de mettre à jour ni de modifier les déclarations prospectives du fait de nouvelles informations, d'événements nouveaux ou pour tout autre motif.

Les données en matière de stratégie, comme les ratios et les autres indicateurs, pouvant figurer dans ce document, sont fournies à titre de référence seulement et elles peuvent être utilisées par les investisseurs éventuels pour évaluer et comparer la stratégie. D'autres indicateurs sont

disponibles et ils devraient également être pris en compte avant d'investir, car ceux qui sont mentionnés dans ce document sont choisis par le gestionnaire de manière subjective. Une pondération différente de ces facteurs subjectifs mènerait probablement à des conclusions différentes.

Les informations en matière de stratégie, y compris les données sur les titres et sur l'exposition, ainsi que d'autres caractéristiques, sont valides à la date indiquée, mais elles peuvent changer. Les titres spécifiques mentionnés ne sont pas représentatifs de tous les placements et il ne faut pas présumer que les placements indiqués ont été ou seront rentables.

Le rendement et les caractéristiques de certains fonds ou stratégies peuvent être comparés à ceux d'indices réputés et largement reconnus. Les titres peuvent toutefois différer considérablement de ceux qui composent l'indice représentatif. Il n'est pas possible d'investir directement dans un indice. Les investisseurs qui ont pour stratégie de suivre un indice peuvent obtenir des rendements supérieurs ou inférieurs à ceux de l'indice. En outre, ils devront payer des frais qui réduiront le rendement de leurs placements, alors que le rendement de l'indice n'est pas affecté par des frais. En règle générale, un indice utilisé pour évaluer le rendement d'un fonds ou d'une stratégie, selon le cas, est celui dont la composition, la volatilité ou d'autres éléments se rapprochent le plus de ceux du fonds ou de la stratégie.

Tout placement comporte divers risques que les investisseurs éventuels doivent examiner attentivement avant de prendre une décision de placement. Aucune stratégie de placement ni technique de gestion des risques ne peut garantir des rendements ou éliminer les risques, peu importe les conditions du marché. Chaque investisseur est tenu de lire tous les documents constitutifs connexes et de consulter ses propres conseillers concernant les questions juridiques, fiscales, comptables, réglementaires et connexes avant d'effectuer un placement.

Royaume-Uni : Le présent document est publié par la société Fiera Capital (UK) Limited, un membre du groupe de Corporation Fiera Capital, laquelle est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority. Fiera Capital (UK) Limited est inscrite auprès de la Securities and Exchange Commission (« **SEC** ») des États-Unis en tant que conseiller en placement. L'inscription auprès de la SEC ne suppose pas un certain niveau de compétence ni de formation.

Royaume-Uni – Fiera UK Real Estate : Le présent document est publié par Fiera Real Estate Investors UK Limited, un membre du groupe de Corporation Fiera Capital, qui est autorisée et réglementée par l'Autorité de conduite financière (Financial Conduct Authority) au Royaume-Uni.

Espace économique européen (EEE) : Le présent document est produit par la société Fiera Capital (Germany) GmbH (« **Fiera Germany** »), un membre du groupe de Corporation Fiera Capital, qui est autorisée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance financière (BaFin).

États-Unis : Ce document est publié par Fiera Capital Inc. (« **Fiera USA** »), un membre du groupe de Corporation Fiera Capital. Fiera USA est un conseiller en placement basé à New York enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission (« **SEC** »). L'inscription auprès de la SEC ne suppose pas un certain niveau de compétence ni de formation.

États-Unis : Le présent document est produit par Fiera Infrastructure Inc. (« **Fiera Infrastructure** »), un membre du groupe de Corporation Fiera Capital. Fiera Infrastructure est inscrite à titre de conseiller assujéti dispensé auprès de la Securities and Exchange Commission (« **SEC** »). L'inscription auprès de la SEC ne suppose pas un certain niveau de compétence ni de formation.

Canada

Fiera Immobilier Limitée (« **Fiera Immobilier** »), une filiale en propriété exclusive de Corporation Fiera Capital, est un gestionnaire de placements immobiliers par l'entremise d'une gamme de fonds d'investissement.

Fiera Infrastructure Inc. (« **Fiera Infra** »), une filiale de Corporation Fiera Capital, est un important investisseur en infrastructures directes du marché intermédiaire qui exerce ses activités à l'échelle mondiale dans tous les sous-secteurs de la classe d'actifs liés aux infrastructures.

Partenaires Fiera Comox inc. (« **Fiera Comox** »), une filiale de Corporation Fiera Capital, est un gestionnaire de placements mondial qui gère des stratégies privées alternatives dans les secteurs du crédit privé, de l'agriculture et des placements privés.

Fiera Dette Privée Inc., une filiale de Corporation Fiera Capital, qui offre des solutions d'investissement novatrices à un large éventail d'investisseurs en s'appuyant sur deux stratégies distinctes de dette privée : la dette d'entreprise et la dette d'infrastructure.

Veillez trouver un aperçu des inscriptions de Corporation Fiera Capital et de certaines de ses filiales en suivant ce [lien](#).