

## Le premier arrêt sur la route vers la reprise – les occasions de revenu

Après avoir été gelés à l'automne dernier, les marchés du crédit se trouvent maintenant sur une base beaucoup plus stable. Ce revirement a été mené par la résurgence remarquable du marché des créances de sociétés, alors que les écarts de rendement qui se trouvaient à des niveaux record ont attiré les investisseurs, permettant aux sociétés d'émettre des titres et de renforcer leurs bilans.

Ces développements ont eu l'effet positif d'apporter davantage de confiance aux autres marchés du crédit, aux marchés boursiers en général et à l'ensemble du système financier mondial.

Maintenant que nous sommes sur la route vers la reprise, où se trouvent les occasions pour les investisseurs, particulièrement ceux axés sur le revenu? Les individus qui se sont rués vers la sécurité des obligations du gouvernement, des CPG, des comptes d'épargne à intérêt plus « élevé » et des fonds de marché monétaire reçoivent des rendements minimes. Aussi, avec l'improbabilité qu'une importante hausse des taux d'intérêt à court terme se produise prochainement, il est inévitable que la recherche pour les rendements supérieurs s'intensifie.

La crise du crédit a été dévastatrice, mais elle a aussi créé d'excellentes occasions de placement. Cela est surtout vrai dans les catégories d'actifs à rendements plus élevés, car un grand nombre de ces secteurs - notamment l'immobilier et l'infrastructure - qui étaient en détresse à cause de leur dépendance aux niveaux élevés d'endettement.

À Signature, nous tirons parti de ces occasions par l'entremise de nos fonds, le Fonds de revenu élevé Signature offrant la

meilleure exposition à une variété de catégories d'actif à rendement plus élevé. Placements CI planifie aussi le lancement d'un fonds encore plus diversifié, qui représentera les meilleurs choix de placement à rendement élevé de Signature, sur le plan mondial.

Signature est bien positionné pour gérer ce fonds, grâce à nos ressources considérables et à une équipe de revenu ayant beaucoup d'expérience, comprenant huit professionnels de placement. Quatre gestionnaires de portefeuille et analystes sont exclusivement dédiés aux obligations de sociétés à rendement élevé et à d'autres catégories d'actifs à rendement élevé.

Le nouveau fonds arrivera au bon moment car nous croyons que les titres à rendement élevé offrent la possibilité d'obtenir d'excellents rendements rajustés au risque. Voici comment ces occasions se sont présentées. La crise du crédit a eu un effet dévastateur sur les valeurs des créances de sociétés, de l'immobilier et de l'infrastructure. Puisqu'ils offrent souvent des flux de trésorerie très stables, les propriétaires de ces actifs ont tendance à utiliser un montant élevé de dettes pour les acheter. Au cours de la dernière décennie, un accès facile au crédit abordable a fait gonfler la valeur des actifs sous-jacents, créant un faux sens de sécurité au sein des biens nantis. Cela a occasionné un circuit de rétroaction positive comprenant davantage de prêts et des valeurs d'actifs plus élevées au fil du temps. La crise du crédit a soudainement fait éclater cette bulle, ne laissant aucun moyen aux propriétaires de refinancer leurs dettes, ainsi qu'un sillage d'endettement qui a dévalué les actifs de façon significative.

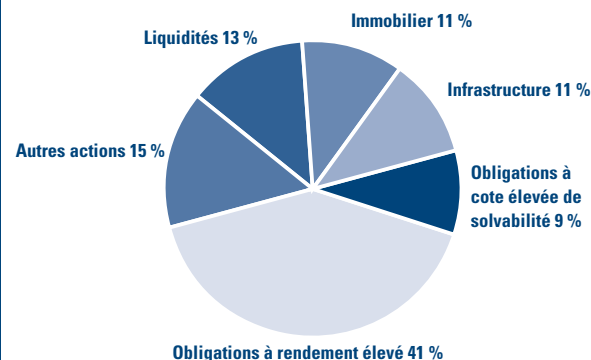
Nous pouvons voir un exemple de ce phénomène au sein du marché immobilier du Royaume-Uni, où l'effondrement induit par le crédit a créé des points d'entrée que nous ne

voyons pas souvent. Au dernier sommet atteint, un édifice typique dans la ville de Londres ayant une valeur marchande de 100 millions de dollars fournissait un flux de trésorerie d'environ 5 millions de dollars à chaque année - un rendement de 5 %. Suite à la crise du crédit, les investisseurs demandent maintenant un rendement de 7,75 %, donc le flux de trésorerie actuel de l'édifice justifie actuellement un prix de 73 millions de dollars - un déclin de 35,5 %. Si le propriétaire avait effectué son achat en utilisant 40 millions de dollars en capitaux propres et une hypothèque de 60 millions de dollars, ses capitaux propres auraient diminué à 13 millions de dollars - une baisse de 67,5 %. Cela démontre les effets rigoureux d'un circuit de rétroaction inversé, lorsque l'endettement est utilisé pour acheter des actifs au haut du cycle. Les effets sont reflétés dans l'indice de la propriété du Royaume-Uni, qui a chuté de 74 % à partir de son sommet atteint en janvier 2007.

À Signature, nous croyons que cela fait quelques temps déjà que cette sorte de processus de désendettement douloureux est en cours et qu'elle présente une rare occasion pour investir, de façon sélective et prudente, dans ces catégories d'actifs de grande valeur à des prix dégonflés. Les rendements se trouvent à leurs niveaux les plus élevés depuis des années, alors que les taux d'emprunt restent faibles au niveau de la structure, ce qui encourage les investisseurs tels que les pensions et les fonds communs à quitter les créances du gouvernement. Entre temps, les marchés du crédit se rétablissent et ils ouvrent, de plus en plus, leurs mécanismes de financement qui sont nécessaires afin que les propriétaires puissent effectuer une réorganisation ou vendre leurs actifs, plutôt que de tomber dans l'insolvabilité.

Le Fonds de revenu élevé Signature procure une exposition diversifiée à de nombreuses catégories d'actifs à rendement élevé (voir le graphique 1). Le Fonds verse un dividende mensuel ayant un rendement de 7,5 % par année, une prime d'à peu près quatre points de pourcentage par rapport au rendement des obligations du gouvernement du Canada à 10 ans. À long terme, le Fonds a surclassé l'indice composé S&P/TSX, avec seulement 60 % de la volatilité. Parmi les

## Répartition de l'actif du Fonds de revenu élevé Signature



Source : Placements CI, au 31 juillet 2009

Graphique 1 : Le Fonds de revenu élevé Signature offre une exposition diversifiée aux secteurs à rendement élevé des marchés financiers.

autres fonds de la famille Signature qui offrent une importante exposition à ces titres, notons le Fonds de revenu et de croissance Signature et le Fonds d'obligations de société Signature.

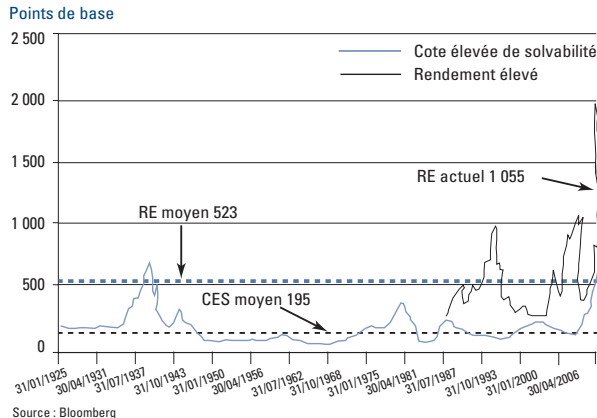
Regardons de plus près chaque catégorie d'actifs :

### Obligations de sociétés

Les écarts de crédit pour les obligations américaines à rendement élevé ont atteint un sommet de 20 points de pourcentage (ou 2 000 points de base) au cœur de la crise du crédit et depuis, elles sont retombées à environ 11 points de pourcentage - toujours à des niveaux records (voir le graphique 2). Bien que l'indice à rendement élevé ait enregistré son meilleur gain au deuxième trimestre, ces écarts signifient qu'il y a encore la possibilité d'une plus-value du capital, ainsi que des rendements généreux. Nous anticipons qu'à moyen terme, les rendements globaux se situeront entre 10 % et 15 % pour les obligations à rendement élevé. Les défaillances se maintiennent à environ 8 % et pourraient grimper, mais nous croyons que le marché en tient compte de façon adéquate. Cependant, même en cas de faillite, les obligations de sociétés présentent la possibilité de recouvrir jusqu'à 25 % du placement initial. Les obligations à

## L'occasion de titres à rendement élevé

Les écarts des titres américains à cote élevée de solvabilité et à rendement élevé



Graphique 2 : Les écarts de rendement des obligations à cote élevée de solvabilité et à rendement élevé (la prime de rendement sur les obligations du gouvernement) ont bondi au cours du dernier resserrement du crédit, l'écart de rendement élevé ayant atteint un niveau record de 20 points de pourcentage (2 000 points de base).

rendement élevé et à cote élevée de solvabilité représentent actuellement environ la moitié du portefeuille du Fonds de revenu élevé Signature.

### Immobilier

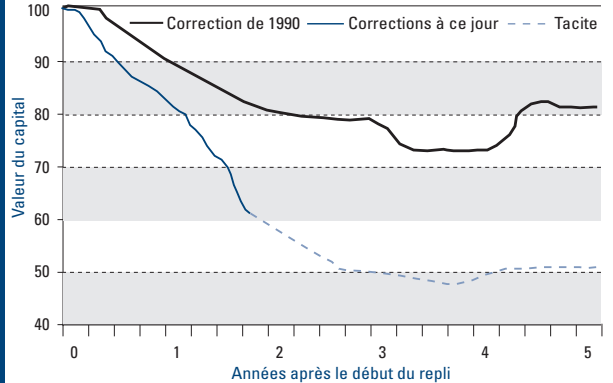
Tel qu'indiqué par notre exemple de l'édifice à Londres, la correction au sein des marchés de l'immobilier commercial a été rapide et vicieuse. Maintenant, les sociétés de propriétés doivent réduire leur endettement. Par exemple, nous estimons que le marché des FPI américains doit augmenter ses capitaux propres d'environ 50 milliards de dollars US pour arriver à 80 milliards de dollars, soit par le biais de ventes d'actif ou d'émission d'actions. Cela représente une importante occasion pour les fonds de pension, les actions privées, les FPI robustes, les fonds communs et d'autres investisseurs de grande taille qui cherchent des actifs de valeur ayant des rendements à long terme stables. Les FPI canadiens affichent, en général, un rendement d'environ 8,5 % comparé à 3,3 % pour les obligations du Canada à 10 ans, et des rendements encore plus élevés peuvent être obtenus sur le plan mondial.

### Infrastructure

Des occasions semblables sont disponibles dans cette

## Une correction intense au sein des propriétés au Royaume-Uni

Valeur des propriétés commerciales



Source : ML

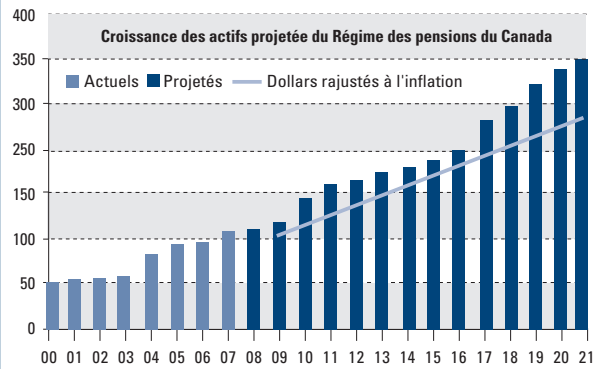
Graphique 3 : Le repli au sein du marché de l'immobilier commercial britannique a été rapide et vicieux, les valeurs ayant chuté de 40 % sur une période de moins de deux ans. Durant le krach des années 90, les valeurs des propriétés ont connu un déclin de 27 % sur une période de quatre ans.

catégorie d'actifs où, à cause de la crise du crédit, les mêmes corrections de prix que celles du secteur immobilier ont eu lieu. En outre, les démarches entreprises par les gouvernements et les banques centrales au cours des derniers mois ayant pour but d'amortir l'impact de la crise financière, ont commencé une nouvelle époque de déficits gouvernementaux. Nous prévoyons que ceci créera une vague massive de privatisation au cours des prochaines années, alors que les gouvernements d'états et nationaux qui font face à des difficultés avec leurs dettes - la Californie étant le meilleur exemple - cherchent à vendre ou à louer des actifs de qualité supérieure qui produisent un revenu, tels que la canalisation, les services publics, les autoroutes à péage, les aéroports et les stades. Ces actifs se conforment bien aux objectifs des investisseurs institutionnels qui exigent des flux de revenu à long terme protégés contre l'inflation pour correspondre à leurs passifs. (voir le graphique 4).

Notre focus n'est pas sur les sociétés qui bâtissent de l'infrastructure. Nous sommes plutôt intéressés par les sociétés qui détiennent des actifs, profitent du flux de trésorerie régulier et versent le produit aux investisseurs. Un exemple du genre de sociétés que nous cherchons est Great Lakes Hydro, le plus important propriétaire d'établissements

### Les courants d'investissements vers les catégories d'actifs à rendement plus élevé et sensibles à l'inflation vont se poursuivre

Actifs projetés du Fonds RPC (en milliards de dollars) au 31 décembre



Source : Rapport annuel du RPC, 2008

Graphique 4 : Il est prévu que les actifs de régimes de pensions tels que le Régime de pensions du Canada continuent à croître de façon significative, et ces régimes rechercheront des placements qui ont des rendements à long terme stables.

hydroélectriques en Amérique du Nord.

#### Fiducies de revenu

Le besoin de rendement peut être une force puissante, ayant créé le marché des fiducies de revenu canadien il y a plus d'une décennie. Bien que les fiducies de revenu ne soient pas aussi importantes pour Signature, avec la date limite de 2011 pour l'imposition des fiducies qui s'approche, nous maintenons nos positions dans un nombre de fiducies de sociétés, de redevance et d'infrastructure de premier ordre.

Pour terminer, nous croyons que la montée en flèche des déficits, le taux de chômage tenacement élevé et le désendettement des économies de l'Ouest pourraient retenir la croissance pendant plusieurs années. Dans un tel environnement, la croissance des bénéfices et les gains en capital provenant des actions pourraient faire face à des problèmes, et une grande partie des rendements globaux dépendront des rendements des placements et des dividendes.

Dans plusieurs cas, les obligations de sociétés, les FPI et les titres d'infrastructure ont atteint des niveaux qui sont comparables aux rendements boursiers traditionnels. Même

avec l'ajout de montants modestes de plus-value du capital (ce qui nous semble probable), le rendement global de ces catégories d'actifs est attrayant sur une base absolue et rajustée au risque.

Nous gérons aussi de façon prudente l'exposition aux devises étrangères de ces placements afin de pouvoir protéger les investisseurs de nos fonds contre les changements du dollar canadien par rapport aux autres devises mondiales importantes.

Des améliorations au sein des marchés boursiers et des obligations, et le support de dizaines de milliards de dollars en fonds provenant des investisseurs qui ont un appétit pour le revenu, préparent le terrain pour un surclassement de ces catégories d'actifs pouvant durer plusieurs années. Bien que les occasions soient manifestement en grande quantité, la route ne sera pas sans embuches et plusieurs problèmes persistent, contribuant à la volatilité à court terme. Nous identifions les sociétés qui sont chefs de file de l'industrie, possèdent les bilans les plus solides et ont les meilleures chances de tirer parti des occasions présentées par la crise de crédit, et nous les ajoutons lentement à nos portefeuilles.

Eric Bushell  
Directeur des placements  
Signature Global Advisors

Ryan Fitzgerald  
Analyste de recherche principal  
Signature Global Advisors